

# **Projekt zvyšování rodinného majetku s využitím fundamentální analýzy na akciových trzích**

Bc. Pavel Krůžela

---

Diplomová práce  
2016



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2015/2016

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Pavel Krůžela**  
Osobní číslo: **M140251**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt zvyšování rodinného majetku s využitím fundamentální analýzy na akciových trzích**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

#### I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši týkající se investování na akciových trzích.

#### II. Praktická část

- Analyzujte vybrané tituly pomocí fundamentální analýzy.
- Na základě této analýzy vytvořte optimální portfolio.
- Zhodnoťte finanční výsledky vybraného portfolia a navrhněte jeho budoucí správu a rozvoj.

### Závěr

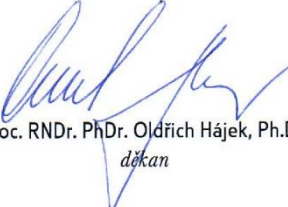
Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**  
Rozsah příloh:  
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

**BUFFETT, Mary a David CLARK.** Nová Buffettologie: osvědčené investiční techniky pro měnící se trhy, díky nimž se stal Warren Buffett světově proslulým investorem. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 292 s. ISBN 978-80-247-4085-0.  
**DAMODARAN, Aswath.** Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work. Hoboken, N.J.: Wiley, c2003, 504 s. ISBN 0-471-34503-2.  
**FRANKFURTER, George M., Bob G. WOOD a James W. WANSLEY.** Dividend policy: theory and practice. Amsterdam: Academic Press, c2003, 236 s. ISBN 0-12-266051-x.  
**GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG.** Inteligentní investor. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 503 s. ISBN 978-80-247-1792-0.  
**KRÁL', Miloš.** Techniky ziskového obchodování na světově finančních trzích založený na fundamentální a technické analýze: studijní pomůcka pro distanční studium. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. Fakulta managementu a ekonomiky, 2006, 290 s. ISBN 80-7318-485-0.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Miloš Král', CSc.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**  
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016

  
doc. RNDr. PhDr. Oldřich Hájek, Ph.D.  
*děkan*



  
doc. Ing. Miloš Král', CSc.  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE


### Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

### Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 15. 4. 2016

  
.....  
podpis diplomanta

## **ABSTRAKT**

Cílem této diplomové práce je zhodnocení rodinného majetku s využitím fundamentální analýzy na akciových trzích. Teoretická část se skládá z rozdělení finančního trhu, popisem akciových trhů a definuje metody analýzy akcií.

Praktická část zahrnuje výběr brokerské společnosti, globální analýzu klíčových trhů a fundamentální analýzu vybraných společností, včetně analýzy příslušného odvětví.

Projektová část je věnována tvorbě portfolia a shrnutí jednotlivých investic, včetně stanovení cílových cen. Následuje zhodnocení výkonnosti celkového portfolia a výhled do budoucna.

Klíčová slova: akcie, akciový trh, fundamentální analýza, portfolio, riziko

## **ABSTRACT**

The aim of this Master's thesis is an evaluation of the family assets by using fundamental analysis in the stock markets. The theoretical part focuses on division of financial market, description of stock markets and defines the methods of stock analysis.

The practical part concentrates on the selection of a stockbroking company, a global analysis of key markets and a fundamental analysis of selected companies, including the analysis of the relevant sector.

The project part refers to creating a portfolio and a summary of the individual investments, as well as setting the target prices. It is followed by the evaluation of the total portfolio performance, and there is also a future outlook.

Keywords: stock, stock market, fundamental analysis , portfolio, risk

Tímto chci poděkovat panu doc. Ing. Miloši Král'ovi, Csc. za cenné rady v průběhu zpracování diplomové práce a za psychickou podporu během období, kdy se investiční portfolio nacházelo ve ztrátě.

*„Kdo nemá cenné papíry, když jdou dolů, nemá je ani, když jdou nahoru.“*

André Kostolány

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

## OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>9</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>10</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>11</b>
<b>1 ZÁKLADNÍ AKTIVA NA FINANČNÍCH TRZÍCH</b> .....	<b>12</b>
1.1 AKCIE.....	12
1.1.1 Druhy akcií.....	13
1.1.2 Podoba akcií .....	13
1.2 DLUHOPISY .....	13
1.3 MĚNY.....	14
1.4 KOMODITY .....	15
<b>2 AKCIOVÝ TRH</b> .....	<b>16</b>
2.1 ZÁKLADNÍ INFORMACE.....	16
2.1.1 Zdanění příjmů z prodeje cenných papírů.....	16
2.2 AKCIOVÉ BURZY.....	17
2.2.1 Burza cenných papírů Praha.....	17
2.2.1.1 RM-systém.....	17
2.2.2 New York Stock Exchange .....	18
2.2.3 NASDAQ .....	18
2.3 AKCIOVÉ INDEXY .....	18
2.3.1 PX.....	18
2.3.2 Dow Jones Industrial Average .....	19
2.3.3 Standard and Poor´s 500 .....	19
<b>3 METODY ANALÝZY AKCIÍ</b> .....	<b>20</b>
3.1 PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA.....	20
3.1.1 Gustave Le Bon.....	21
3.1.2 John Maynard Keynes.....	21
3.1.3 André Kostolany .....	22
3.2 TECHNICKÁ ANALÝZA .....	22
3.2.1 Dowova teorie .....	23
3.2.2 Grafické metody.....	24
3.2.2.1 Svíčkové a čárkové grafy.....	25
3.3 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA .....	25
3.3.1 Globální analýza.....	26
3.3.2 Odvětvová analýza .....	27
3.3.3 Analýza jednotlivých akciových společností .....	28
3.3.3.1 Dividendové diskontní modely.....	29
3.3.3.2 Ziskový model .....	31
3.3.3.3 Bilanční modely .....	32
3.3.3.4 Historické modely.....	33
<b>4 SCHÉMA VÝBĚRU JEDNOTLIVÝCH AKTIV</b> .....	<b>34</b>
<b>II PRAKTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>35</b>
<b>5 INVESTIČNÍ STRATEGIE</b> .....	<b>36</b>

<b>6</b>	<b>VÝBĚR BROKERA.....</b>	<b>37</b>
6.1	FIO BANKA, A.S. ....	37
6.2	PATRIA FINANCE, A.S. ....	38
6.3	LYNX B.V. ....	38
<b>7</b>	<b>GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA.....</b>	<b>40</b>
7.1	GLOBÁLNÍ ANALÝZA EKONOMIKY USA .....	41
7.2	GLOBÁLNÍ ANALÝZA EKONOMIKY EUROZÓNY .....	45
7.3	GLOBÁLNÍ ANALÝZA ČESKÉ EKONOMIKY .....	49
<b>8</b>	<b>FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA VYBRANÝCH FIREM.....</b>	<b>52</b>
8.1	SKUPINA ČEZ .....	52
8.1.1	Analýza energetického sektoru v České republice.....	52
8.1.2	Fundamentální analýza Skupiny ČEZ.....	53
	Hospodaření společnosti.....	54
8.2	FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP N. V. ....	56
8.2.1	Analýza odvětví kurzových sázek v České republice .....	56
8.2.2	Fundamentální analýza Fortuna Entertainment Group N. V. ....	57
8.3	VIENNA INSURANCE GROUP AG .....	59
8.3.1	Analýza pojišťovnictví v České republice a v Rakousku .....	59
8.3.2	Fundamentální analýza Vienna Insurance Group AG.....	61
8.4	VOLKSWAGEN AG GROUP .....	63
8.4.1	Analýza automobilového průmyslu na klíčových trzích Volkswagenu.....	63
8.4.2	Fundamentální analýza Volkswagen AG Group.....	65
8.5	INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION.....	68
8.5.1	Analýza odvětví podnikového softwaru.....	69
8.5.2	Fundamentální analýza IBM .....	70
8.6	WAL-MART STORES, INC. ....	73
8.6.1	Analýza maloobchodního trhu v USA .....	73
8.6.2	Fundamentální analýza Wal-mart Stores, Inc. ....	73
8.7	HSBC HOLDINGS PLC .....	75
8.7.1	Analýza bankovního trhu v Hong Kongu .....	76
8.7.2	Fundamentální analýza HSBC Holdings plc.....	77
8.8	ROYAL DUTCH SHELL .....	78
8.8.1	Analýza odvětví těžby ropy .....	79
8.8.2	Fundamentální analýza Royal Dutch Shell .....	79
<b>9</b>	<b>REALIZACE INVESTIC .....</b>	<b>83</b>



9.1	INVESTICE DO SKUPINY ČEZ.....	83
9.2	INVESTICE DO SPOLEČNOSTI FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP N. V. ....	83
9.3	INVESTICE DO VIG .....	84
9.4	INVESTICE DO VW .....	85
9.5	INVESTICE DO IBM.....	85
9.6	INVESTICE DO WALL-MART .....	86
9.7	INVESTICE DO HSBC HOLDINGS PLC .....	87
9.8	INVESTICE DO ROYAL DUTCH SHELL .....	87
<b>10</b>	<b>ZHODNOCENÍ PORTFOLIA .....</b>	<b>89</b>
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>91</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>92</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>97</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>98</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>100</b>

## ÚVOD

V České republice je zažitý konzervativní způsob ukládání finančních prostředků. Většina domácností shromažďuje uspořené prostředky na spořicíh účtech, termínovaných vkladech, případně využívají státem dotované stavební spoření, které je omezené a navíc se zkrácením státního příspěvku stalo mnohem méně výhodné.

Akcie jsou často vnímány jako natolik riziková záležitost, že jsou pro mnoho lidí až sprostým slovem v kontrastu s uložením naspořených finančních prostředků. Samozřejmě určitému stupni rizika se, i přes vysokou míru diverzifikace portfolia, nelze zcela vyhnout. Akcie se na rizikové pyramidě nachází mezi těmi rizikovějšími aktivy, přesto existují tituly, u nichž je riziko relativně nízké a může být vyváženo růstový potenciálem a příznivou dividendovou politikou.

Přitom pro přímé investice do akcií stačí základní přehled o dění na finančních trzích, internet poskytuje v dnešní době nekonečné možnosti sebevzdělání, člověk tak rázem ušetří nadstandardní poplatky podílových fondů, u kterých je takový investor až na třetím místě, po zřizovateli fondu a finančním zprostředkovateli.

Teoretická část této práce je zaměřena právě na rozdělení finanční trhu s důrazem na akciové trhy. Praktická část potom případnému čtenáři nastiňuje základní postup při výběru vhodných akcií od globální analýzy celé ekonomiky, přes analýzu klíčového odvětví, až po zhodnocení kvality samotné společnosti, která se na burze obchoduje. Součástí je také výběr vhodné brokerské společnosti a příklad investiční strategie. Na závěr práce nabízí přehled aktuální ziskovosti portfolia a dokazuje, že i bez vkladu nějaké horentní sumy, může být portfolio diverzifikované a zároveň ziskové.

## **CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE**

Primárním cílem této práce je pomocí fundamentální analýzy vytvořit takové akciové portfolio, které obsahuje akcie vysoce kvalitních společností, je diverzifikované do několika odvětví a přitom dokáže být v horizontu několika let natolik ziskové, že vysoce překoná oportunitní náklady v podobě úroku na spořicíh účtech a termínovaných vkladech.

Sekundárním cílem je ukázat alternativu k obvyklým způsobům spoření finančních prostředků a nastítnit postup, jak při takovém investování do akcií postupovat.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 ZÁKLADNÍ AKTIVA NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Při pohledu na finanční trhy lze odvodit čtyři naprosto základní obchodovatelná aktiva, s kterými se na finančních trzích obchoduje denně v obrovských objemech. Jsou to akcie, dluhopisy, měny a komodity.

Každé aktivum je spojeno s určitým stupněm rizika. Ať už se jedná o riziko změn úrokových sazeb, měnové, tržní či politické, neexistuje aktivum, které by jej neneslo. Perfektně a přitom jednoduše vystihuje pojem rizika čínský symbol pro risk, který se skládá ze dvou částí. První znamená nebezpečí a ta druhá příležitost. (Damodaran, 2003, s. 15)

### 1.1 Akcie

Akcie jsou obchodovatelné cenné papíry, které dávají svému držiteli určitá práva. Tento majetkový cenný papír zaručuje akcionáři právo podílet se na řízení společnosti, právo na podíl na zisku, přednostní právo při případné nové emisi akcií, ale také podíl na likvidačním zůstatku. (Cipra, 2013, s. 117)

V historii se lze s majetkovými cennými papíry setkat poprvé v roce 1608 se založením amsterodamské burzy. Právě začátek 17. století byl v Holandsku spojen se vznikem prvních akciových společností tak, jak je známe dnes. Další historický milník se udál v roce 1792 vznikem organizovaného sekundárního trhu s cennými papíry v New Yorku. Velký rozmach akciových trhů však probíhal až v polovině 19. století. Zejména v důsledku rychlého rozvoje amerického průmyslu byla na trhu velká poptávka po finančních zdrojích ze stran podniků, které získávaly prostředky pro další investice vydáváním nových akcií. Značný rozmach cenných papírů pokračoval až do začátku Velké hospodářské krize v třicátých letech 20. století. (Musílek, 2011, s. 14-15)

Hlavní motivací akciových společností k vydávání akcií je právě získání finančních prostředků pro svůj rozvoj, v souvislosti s vydáním veřejně obchodovatelných akcií se pak může pojit i jistá prestiž, kterou společnost takto může získat, o firmě se formou zpráv z finančních trhů více mluví a také důležitým aspektem pro některé společnosti může být pevnější pouto s věrnými zákazníky, kteří si mohou kromě produktů společnosti pořizovat také její akcie, typickým takovým příkladem takového počínání může nedávný vstup automobilky Ferrari.

Z pohledu investování do akcií je hlavní účel jednoznačný – vklad finančních prostředků s očekáváním zisku. Pokud se jedná o zdravou firmu, která má dobrý management, kvalitní a konkurenceschopný produkt, díky němuž dokáže tvořit přidanou hodnotu a dokáže o tom

přesvědčit investory na akciovém trhu, bude o její akcie zájem a její hodnota poroste. Kvalitní společnosti, které dosahují pravidelných zisků, vyplácejí také nezanedbatelné dividendy, které se u kvalitních titulů pohybují i několik procentních bodů nad úroky vypláčenými bankami na spořicíh účtech. (Král, 2006, s. 75)

### 1.1.1 Druhy akcií

Akcie se dělí na dva hlavní druhy – kmenové a prioritní. Prioritní akcie mají přednostní právo na dividend, společnost nemůže vyplatit dividendy z kmenových akcií, dokud nesplatí všechny dividendy z akcií prioritních. Prioritní akcie bývají obvykle také spojeny s pevnou dividendou, která je zpravidla velmi blízká výnosu z dluhopisů, zatímco výplata dividend držitelům kmenových akcií závisí na výkonnosti společnosti. V případě, že akciová společnost zanikne, mají vlastníci prioritních akcií přednost při vypořádání. Naproti tomu kmenoví akcionáři mají obvykle hlasovací právo. V praxi je většina akcií kmenových. (Frankfurter, 2003, s. 63-64; Jílek, 2009, s. 22-24)

### 1.1.2 Podoba akcií

Dále je třeba rozdělit akcie podle podoby:

- Listinné akcie – akcie je se všemi náležitostmi skutečně vytištěna, tato forma akcií však v současné době není příliš rozšířená, ať už z důvodu úspory nákladů, bezpečnosti (u akcií na doručitele) nebo prosté jednoduchosti.
- Zaknihované akcie – v této formě existuje drtivá většina dnešních akcií, nemají hmotnou podobu, jsou pouze evidované v depozitáři – například Centrální depozitář cenných papírů

## 1.2 Dluhopisy

Jedná se o dlužní úpis s obvyklou dobou splatnosti několik let, který vydávají jak státy, tak také podniky, banky, nebo třeba města. Výnos dluhopisu má dvě roviny – úrokový výnos, který se zpravidla během doby živostnosti nemění, existují však také dluhopisy s proměnlivým kuponem, u nějž může být výnos vázaný na tržní úrokové sazby, popřípadě inflaci. Druhou složkou jsou kapitálové výnosy, které jsou dány kolísáním tržní ceny dluhopisu, která se zase řídí tržními úrokovými mírami a dobou do splatnosti.

Pro běžného českého občana je však investování do dluhopisů dostupné pouze prostřednictvím takto zaměřených fondů, protože se dluhopisy běžně obchodují v blocích po 10 milionech korun. V minulosti však bylo několik úspěšných emisí státních dluhopisů pro drobné střadatele, které byly ve své době přezdívány jako „Kalouskovy dluhopisy“, kromě protiinflačních dluhopisů, které se úročily podle inflace, byly v nabídce také velmi oblíbené dluhopisy s nominální hodnotou 10 tisíc korun na 5 let se složenou úrokovou mírou vysoce přes 3 % ročně. (Kohout, 2013, str. 20)

V praxi je však nevhodné kupovat dluhopisy v období nízkých úrokových měr, jelikož při případném růstu tržních úrokových sazeb hodnota dluhopisu rapidně klesá. V současné době, kdy úrokové sazby u vysoce kvalitních dluhopisů jen málokdy překročí 1 % per annum se o atraktivitě těchto cenných papírů příliš mluvit nedá.

### 1.3 Měny

Trh s cizími měnami se dělí na valuty (hotovost) a devízy, které kromě směnek a šeků představují především peníze na účtech. Nabídka a poptávka po daných měnách tvoří tzv. měnový kurz.

Důvody pro investice do cizích měn:

- Zajištění proti znehodnocení vlastní měny – zejména v nestabilních rozvojových zemích má smysl. V těchto zemích se lze dokonce kromě národní měny setkat také s dolarem, který řada obchodníků upřednostňuje.
- Úroková arbitráž – v případě, že se lze u zahraniční měny setkat s vyšší úrokovou sazbou, než je tomu v domácí měně, lze ziskově provádět tzv. úrokovou arbitráž. V praxi však musí být úroková sazba dostatečně rozdílná, abychom pokryli spread při převodu měn a vykompenzovali kurzová rizika. (Král, 2006, str. 80)
- Spekulace – spekulovat na devízovém trhu se považuje za jednu z vůbec nejrizikovějších operací na finančním trhu vůbec. Spekulant zde vsází na pokles nebo růst kurzu vybraného měnového páru. V těžké konkurenci skvěle informovaných dealerů obchodních bank a automatizovaných robotů se udává, že až 90 % účastníků tohoto trhu prodělá. Do historie pak vešel spekulant George Soros, když v roce 1992 pomocí jeho fondu Quantum využil tehdejší špatné ekonomické situace ve Velké Británii a pomocí obrovských prostředků zvýšil tlak na oslabení libry, která byla pevně zafixovaná na ostatní měny v rámci Evropského mechanismu směnných kurzů. Tento tlak

vedl k odchodu Británie z ERM, což mělo za následek tak razantní oslabení libry, že si Soros, který právě na pokles vsázel, přišel na 2 miliardy dolarů.

## 1.4 Komodity

Na komoditním trhu se lze setkat s celou řadou nerostů v podobě ropy a zemního plynu, přes drahé kovy jako je zlato, stříbro nebo platina, až po zemědělské plodiny.

Podstatou těchto trhů dnes již není primárně dodávka podkladové komodity, ale především spekulace k dosažení zisku mezi nákupní a prodejní hodnotou, délka trvání takovýchto obchodů se obvykle pohybuje jen v řádech hodin. (Král, 2006, str. 81)

O riziku těchto obchodů bez ohledu na využívání pákových efektů se vcelku přesně vyjádřil už v 19. století francouzský matematik Louis Bachelier, kdy prohlásil, že průměrný zisk komoditního spekulanta je roven nule. Krátkodobé výkyvy na burze jsou nepředvídatelné a na dlouhodobý růstový trend se zde podle něj spoléhat nedá. (Kohout, 2013, str. 165)



## 2 AKCIOVÝ TRH

Trh s akciemi lze rozdělit na 2 základní druhy:

- Primární trh – jedná se o trh, na kterém společnost emituje nově vydané cenné papíry. Pro společnost je primární trh důležitý v tom smyslu, že touto prvotní emisí cenných papírů získává finanční prostředky od investorů. Tuto emisi provádí emitent buď sám, v takovém případě se jedná o tzv. vlastní emisi, nebo využívá služby investičních bank, které celou emisi za obvykle obrovské sumy zařídí. Primární trh lze rozdělit podle přístupu na veřejný trh, kde je emise nabízena široké veřejnosti, nebo tzv. primární neveřejný trh, kde je emise nabídnuta pouze úzké skupině investorů, kteří obvykle nepožadují, aby se cenný papír obchodoval také na organizovaných trzích.
- Sekundární trh – cenný papír je zde obchodován mezi investory, emitent z následných prodejů cenných papírů již nemá žádný prospěch. V praxi se tento trh nazývá burza. (Veselá, 2011, s. 28-29)

### 2.1 Základní informace

Mezi základní označení akcií patří:

- ISIN – jedná se o dvanáctimístný alfanumerický kód, který se používá pro mezinárodní označení veřejně obchodovatelných cenných papírů. První dva znaky označují kód země emitenta cenného papíru, následujících devět čísel představuje základní číslo a poslední číslice značí druh akcie. Například akcie společnosti IBM mají přidělen ISIN: US4592001014 (Jílek, 2009, s. 121)
- Ticker – obvykle jeden až čtyřmístný burzovní symbol. Jedná se o zkratku názvu akcie usnadňující vyhledávání, každá burza používá vlastní systém přidělování tickerů. Například akcie Coca-Cola Company používá ticker KO.

#### 2.1.1 Zdanění příjmů z prodeje cenných papírů

Od 1. 1. 2014 došlo u zdanění příjmů z prodeje cenných papírů k podstatným změnám. Došlo ke sjednocení tzv. časového testu na 3 roky. Jedná se o dobu, po kterou je nutné držet akcie, aby došlo k osvobození příjmů z prodeje cenných papírů (v minulosti právní úprava rozlišovala drobné investory a společníky s významným podílem ve společnosti). Dále došlo ke zvýšení limitu pro osvobození od daně z příjmů z těchto prodejů na 100 000 Kč, jedná se ovšem o pouhý příjem z prodeje cenných papírů, nikoliv o zisk. (Nigrin, 2014)

Pokud tedy investor prodá cenné papíry, které držel méně, než stanovené 3 roky a hodnota prodeje v daném roce překročila částku 100 000 Kč, musí podat daňové přiznání bez ohledu na generovaný zisk z tohoto prodeje.

## **2.2 Akciové burzy**

Mezi největší sekundární trhy s akciemi řadíme burzy v New Yorku, Londýně a Tokiu. Z pohledu investora je pravděpodobně nejdůležitějším kritériem likvidita trhu, případně četnost vyplácení dividend.

### **2.2.1 Burza cenných papírů Praha**

Tento největší a nejstarší organizovaný trh s cennými papíry v České republice byl po dlouhé přestávce způsobené válkou a komunistickým režimem obnoven v roce 1993. Z legislativních důvodů se jedná o akciovou společnost celým názvem Burza cenných papírů Praha, a. s., s obecně používanou zkratkou BCPP, dceřinou společností je mimo jiné Centrální depozitář cenných papírů, a. s., která má dominantní postavení v evidenci cenných papírů u nás. Společnost sídlí v tzv. Burzovním paláci v Praze, burzovní index má název PX. Od roku 2008 je majoritním akcionářem s podílem 92,739 % Burza cenných papírů Vídeň (Wiener Börse), respektive společnost CEESEG AG. (BCPP, © 2016)

V posledních letech značně klesá jak objem obchodů na pražské burze, tak také tržní kapitalizace, ta měla například v roce 2010 hodnotu 1 388 mld. Kč, v roce 2014 už to bylo pouze 1 040 mld. Kč. Celkový roční objem obchodů klesl mezi roky 2010 a 2014 na méně než polovinu. (BCPP, © 2016)

Na burze se nachází kromě českých firem také několik zahraničních společností. Mimo nejobchodovanější tituly jako je například Čez, Erste Group a Philip Morris ČR však u celé řady titulů značně pokulhává likvidita. Nachází se zde tituly, u kterých není výjimkou pouze několik málo obchodů denně.

#### **2.2.1.1 RM-systém**

Celým názvem RM-systém, česká burza cenných papírů, a. s. je vlastněna FIO bankou. Jedná se o standardní burzu cenných papírů, nad kterou vykonává dohled Česká národní banka. Burza je zaměřena především na drobné investory. Na burze se obchoduje jak s akciemi významnějších českých firem, tak také s celou řadou zahraničních společností,

zejména koncem roku 2015 došlo k rozšíření o známé tituly, jako Apple, Facebook, Google a další. (FIO, © 2016)

Výhodou této burzy jsou nízké poplatky, naopak značnou nevýhodou je nízká likvidita, ta bude podrobněji popsána v praktické části.

### **2.2.2 New York Stock Exchange**

Newyorská burza cenných papírů je bezesporu největší burzou světa. Americké společnosti kótované na této burze představují 80 % celkové tržní kapitalizace všech amerických veřejně obchodovatelných společností. Průměrný denní objem obchodů představuje 150 mld. Amerických dolarů. Vzhledem k obrovské prestiži, jakou burza má, existuje obrovský zájem o kotaci akcií ze strany firem. Newyorská burza má proto velmi náročné požadavky, které se lehce liší pro americké a zahraniční společnosti, u kterých jsou požadavky ještě přísnější. Například požadavek na minimální tržní hodnotu společnosti nad 100 milionů amerických dolarů. (Veselá, 2011, s. 165-176)

### **2.2.3 NASDAQ**

Nasdaq je už od doby svého vzniku největším zcela elektronickým trhem na světě. Počet kótovaných akcií se pohybuje kolem hodnoty 2800. Vznik této burzy byl původně iniciován americkou Komisí pro cenné papíry, která hodnotila dosavadní mimoburzovní trh jako neprůhledný. (Veselá, 2011, s. 177)

## **2.3 Akciové indexy**

Akciových indexů existuje celá řada, jejich hlavním posláním je informovat o vývoji akciového trhu, nebo vývoji určité části trhu. Podle této filozofie dělí Jílek (2009) akciové indexy na 2 druhy:

- Souhrnné – obsahují všechny akciové tituly dané burzy, příkladem takového indexu je například NASDAQ Composite
- Výběrové – tyto indexy obsahují pouze určité akcie, asi nejznámějším takovým indexem je Dow Jones Industrial Average

### **2.3.1 PX**

Index PX je oficiálním cenovým indexem Burzy cenných papírů Praha, a. s. Vnikl v roce 2006, kdy se stal nástupcem indexu PX 50, na který přímo navázal. Maximální váha jednoho

akciového titulu po úpravě nesmí překročit 20 %. Jedná se o cenový index, do kterého se nezohledňují dividendové výnosy. V zájmu udržení kvality a stability indexu se každé čtvrtletí schází Komise pro správu burzovních indexů, která upravuje báze indexu. Do výpočtu je v současné době zahrnuto 13 titulů z pražské burzy, z nichž největším podílem se na hodnotě indexu podílí Čez, Erste bank a Komerční banka. (BCPP, © 2016)

### **2.3.2 Dow Jones Industrial Average**

Index Dow Jones je historicky vůbec první, zaznamenávaný již od roku 1897. Obsahuje nevážený průměr cen 30 velkých amerických firem. Mezi tyto společnosti se řadí velikáni jako je Nike, Coca-Cola, IBM, Boeing, nově také firma Apple. (Cipra, 2013, s. 133)

Součástí názvu je sice slovo industrial - v překladu „průmyslový“, jedná se však pouze o historický název a dnešní index obsahuje také akcie neprůmyslových podniků. Přestože index počítá obyčejný průměr cen akcií, je vzorec výpočtu doplněn o koeficient pro zajištění historické kontinuity pro případ například dělení akcií. (Jílek, 2009, s. 177)

### **2.3.3 Standard and Poor's 500**

Tento index vznikl v roce 1957, kdy jeho původní hodnota činila 44 bodů (dnes se jeho hodnota pohybuje přes 1900). Obsahuje 500 převážně amerických společností a často se v médiích prezentuje při porovnání růstu celého amerického akciového trhu. Akcie reprezentují různá odvětví a index samotný je tvořen ze společností, které dávají dohromady zhruba 70 % tržní kapitalizace celého amerického akciového trhu. (Jílek, 2009, s. 179)

### 3 METODY ANALÝZY AKCIÍ

V úvodu je třeba uvést, že žádná z metod pro výpočet reálné hodnoty akcie neexistuje, uvedené analýzy představují určitou nápovědu, kde by správná cena akcie mohla být. Důvodem je, že žádná metoda nemůže vzít do úvahy všechny faktory, které cenu akcie ovlivňují. Faktory se navíc mění a předvídat změny těchto faktorů je obtížné. (Jílek, 2009, s. 85)

Je třeba si připomenout, že navzdory všem okolnostem se i ceny všech obchodovatelných akcií řídí zákonem nabídky a poptávky. Podle Musílka (2011) je nabídka a poptávka po akciích generována portfoliovými investory (hodnotově, či růstově zaměřenými), přímými investory (například manažerskými výkupy akcií, realizací převzetí společnosti, či vytěsněním akcionářů) a nepoctivými obchodníky, kteří s tržními cenami manipulují.

Nabídka akciových titulů může být tvořena z důvodů:

- Potřeby likvidních prostředků
- Změny investiční strategie
- Potřeby nového kapitálu ze strany společností

Hlavním motivem pro poptávku po akciích je očekávaný růst tržní ceny, dále pak mohou být poptávány v podobě zpětného odkupu ze strany společnosti, vytěsněním drobných akcionářů, případně vyvlastnění státem. (Musílek, 2011, s. 331-332)

V analýze akcií existují 4 základní přístupy:

- Psychologická analýza
- Technická analýza
- Fundamentální analýza
- Kombinovaný přístup

#### 3.1 Psychologická analýza

Na tržní cenu akcií má vliv celá řada faktorů, některé z nich mají racionální charakter, jako je zpomalení růstu světové ekonomiky. Jiné faktory ovlivňující trh nejsou postaveny na racionálních základech. Tento prvek, který je také vkládán do hodnoty akcií, je spojen s lidskými emocemi. Ať už se jedná o vliv touhy po bohatství, hamižnosti, či chování v davu, prvek lidského chování a jeho vliv na akciové trhy už je předmětem zkoumání po více než jedno století.

Podstatou psychologické analýzy je rozpoznání chování většiny, určení podnětů, na které účastníci trhu významnou měrou reagují a důsledků, které toto chování přináší. Výsledkem těchto znalostí potom může být schopnost předvídat chování trhu a s tím spojená možnost profitovat formou adekvátního načasování investic. Účastník trhu, který obchoduje na základě principů psychologické analýzy, zcela ignoruje fundamentální ukazatele a grafy a soustředí se pouze na chování lidského faktoru. Hledá psychologický impulz, který účastníky trhu vede k nákupu nebo prodeji akcie. Problémem je však nemožnost tento impulz nějakým způsobem kvantifikovat. V současné době asi nejznámější investor světa, Warren Buffett se právě takové impulzy snaží rozpoznat a využít je svůj prospěch. Buffett je investičně velmi aktivní právě v období paniky. U těchto korekcí rozpoznává krátkodobou životnost a objevuje v nich výbornou příležitost k nákupu (Buffett, 2012, s. 73-75; Král, 2007, s. 14-16)

Osobně vidím potenciál ziskového využití psychologické analýzy pouze ve spojení s fundamentální, případně technickou analýzou. Zejména u fundamentálně velmi zdravých a stabilních společností lze pozorovat už při pouhém zhoršení výhledu hospodaření společnosti velmi často přehnané reakce trhu.

### 3.1.1 Gustave Le Bon

S vůbec prvním vysvětlením základních determinantů davové psychologie přišel už před více než sto lety duchovní otec psychologické analýzy, Gustave Le Bon. Ten přišel již v roce 1895 s knihou Psychologie davu, kterou v minulém století vědomě či nevědomě do svých investičních strategií využívala celá řada investorů. (Veselá, 2011, s. 519)

Le Bon přišel s termínem tzv. kolektivní duše, kterou tvoří jednotliví členové davu, ale je tvořena souborem nově vzniklých vlastností. Při jednání v davu vždy převládnu podvědomé prvky, rozum ustupuje do pozadí a díky tomu je právě rozumová úroveň davu mnohem nižší, než u průměrného účastníka trhu. Obecnými vlastnostmi těchto davů jsou například proměnlivost mysli, lehkověrnost a přehnané reakce. (Veselá, 2011, s. 520-525)

### 3.1.2 John Maynard Keynes

Keynes se psychologické analýze blíže věnoval ve 12. kapitole své slavné knihy Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz. Podle něj je nesmysl se domnívat, že lze v ekonomii dosáhnout matematické přesnosti, značný vliv na vývoj cen akcií mají podle něj subjektivní faktory. Keynes také patřil mezi odpůrce vysoké likvidity na trzích, která podle něj povede

k nárůstu spekulativního chování. Konkrétně doporučoval výrazné omezení likvidity akciových trhů. (Musílek, 2011, s. 401)

Keynes přirovnal akciový trh k soutěži krásy, kde kromě soutěžících dívek mohli vyhrát nějakou cenu v případě vítězné volby také hlasující. Zde popsal Keynes značné zvýšení možnosti výhry v případě, že hlasující nevybírání dívku podle své volby, ale takovou, jaká se podle něj bude líbit většině. A podobné „hlasování“ se podle něj uskutečňuje denně na finančních trzích. (Kráal, 2007, s. 19)

### 3.1.3 André Kostolany

Kostolanyho práce vychází z předpokladu, že v krátkém období jsou kurzy akcií ovlivňovány do značné míry přehnanými psychologickými reakcemi burzovního publika na určité události. Z dlouhodobého hlediska jsou však podle něj akcie ovlivněny především fundamentálními ukazateli. (Rejnuš, 2014, s. 373)

Tento velkán psychologické analýzy definoval akciový trh ve třech etapách. V první se zaměřuje na krátké období. Rozděluje zde účastníky akciového trhu na dvě skupiny – hráče a spekulanty v poměru 9:1. Skupina spekulantů je složena ze silných osobností, schopných odolat davové psychóze, podle nich je třeba 2/3 času jít proti trendu. Skupina hráčů se naproti tomu vyznačuje davovým jednáním bez racionálního uvažování. (Jílek, 2009, s. 115)

V dalších dvou etapách se Kostolany podle objemu obchodů a tržních cen snaží zjistit, zda akcie drží spekulanti nebo hráči. Pokud akcii drží spekulanti, označuje trh za „oversold“ a doporučuje nákup. (Jílek, 2009, s. 115)

## 3.2 Technická analýza

Za prvního průkopníka technické analýzy je považován relativně neslavný Munehisa Honma, který na asijských trzích úspěšně používal tzv. svíčkové grafy. Technická analýza se snaží určit budoucí vývoj ceny analyzovaného aktiva pomocí tří vstupních parametrů – cena, objem a čas. Techničtí analytici se zpravidla nezajímají o fundamentální analýzu, ale spíše se zaměřují na aktivitu na trzích. Úspěch technické analýzy je značně ovlivněn zkušeností a nadání. Například oproti fundamentální analýze není výjimkou, že dva analytici dojdou k protichůdným výsledkům, proto je tato technika chápána jako subjektivní. Základní principy lze shrnout do tří tezí:

- Vývoj trhu diskontuje vše – předpoklad, že kurzy akcií odraží všechny informace, přičemž reakce v podobě změny kurzu je pomalá, což má za následek vznik trendů
- Existují vzory v pohybu kurzů – jsou známy určité vzory v pohybu akciových kurzů, které se snaží analytici rozpoznat
- Historie se opakuje – většina vzorů se opakuje, protože lidská psychika se téměř nemění (Veselá, 2011, s. 464-467; Král, 2007, s. 10-11)

Zatímco dříve masivnějšímu využití technické analýzy bránila náročnost vyhodnocování jednotlivých grafů, dnes díky obrovskému rozmachu informačních technologií prožívá jistou renesanci. Kromě klasické tzv. grafické analýzy došlo v posledních dvou desetiletích ke značnému rozmachu technických indikátorů, které analytikovi usnadňují identifikaci tolik hledaných signálů. (Rejnuš, 2014, s. 300)

Ziskové obchodování vyžaduje jak identifikaci trendu, tak také především rozpoznání doby, kdy dochází ke změně trendu. Pro takovou identifikaci se velmi často už od 30. let využívá zkoumání vztahu mezi aktuální tržní cenou akcie a klouzavým průměrem určitého počtu minulých zavíracích cen, například za posledních 200 obchodních dní. Tento průměr pomáhá analytikům identifikovat primární trend (dlouhodobý rostoucí nebo klesající trend v horizontu od jednoho roku). Když aktuální cena překonává klouzavý průměr, signalizuje to tlak na obrat primárního trendu. (Siegel, 2011, s. 233-237)

Není sporu o tom, že technická analýza má výsledky. Přesto se domnívám, že do budoucna bude díky rozvoji tzv. robotů, pro běžného investora stále těžší a těžší dosahovat zisky. Z mého pohledu je technická analýza nejlépe využitelná pro vhodné načasování vstupu do pozice.

### 3.2.1 Dowova teorie

Dowova teorie se považuje za vůbec první kompletní teorii zaměřenou na analýzu vývoje globálních trendů na akciových trzích. Vychází z předpokladu, že hodnota většiny akciových titulů se odvíjí podobně, jako celý akciový trh. Když podle Dowa trh roste, rostou také kurzy většiny akciových titulů. Podle této jednoduché myšlenky se řídí denně techničtí analytici, pro které je odhad vývoje růstu trhu důležitým předpokladem pro ziskové obchodování. A právě z důvodu analýzy tržní situace vytvořil Charles Dow dva historicky první známé akciové indexy Dow Jones Industrial Average a Dow Jones Transportation Average. (Rejnuš, 2014, s. 301)



Charles Dow ve své teorii zmínil několik základních tezí:

- Indexy odráží všechny důležité informace. Zprávy o nepředvídatelných, přitom ekonomicky důležitých událostech jsou na trhu vstřebány velmi rychle v podobě nabídky a poptávky, které s indexy hýbou. Index tedy podle Dowa zobrazuje kompletní přehled tržní situace.
- Pomocí minulých zavíracích cen lze určovat trendy. Trendy Dow rozdělil na tři komponenty – primární trend, který je rozhodujícím prvkem kurzového pohybu, protože má rostoucí nebo klesající charakter po dobu delší, než jeden rok. Sekundární trend, který představuje krátkodobější kolísání kurzů akciových titulů s délkou od tří měsíců. Třetí komponentou je terciální trend, kterému však Dow velký důraz nekladl z důvodu možnosti krátkodobé manipulace.
- Změna trendu musí být potvrzena průmyslovými i přepravními indexy, pokud se tak nestane, je třeba vyčkávat a pohyb kurzů dále analyzovat.
- Objem obchodů potvrzuje trend. Jestliže je trh v rostoucím trendu, tržní objemy by trend měly potvrzovat a stoupat. Při klesajícím trendu v situaci poklesu cen akcií by měly opět objemy potvrzovat trend a opět růst. (Musílek, 2011, s. 391-392)

### 3.2.2 Grafické metody

Tyto metody jsou založeny na identifikaci pravidelně se opakujících standardizovaných formací, které představují určité vzory v pohybu kurzu. Podle technických analytiků se určité formace objevují opakovaně a jejich správné a především včasné rozpoznání může vést k budoucí predikci vývoje tržní ceny sledovaného aktiva. (Veselá, 2011, s. 476)

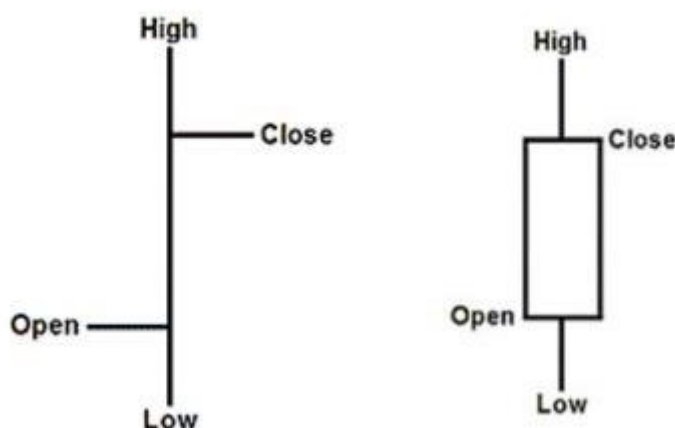
Musílek (2011) dělí tyto standardizované formace podle očekávání budoucího vývoje tržních cen na:

- Formace potvrzující trend – jedná se o každodenní situace na trhu, kdy trend krátkodobě nepokračuje ve směru dlouhodobého trendu, ale po chvíli se zase vrátí do původního směru. Typickým příkladem je trojúhelníková formace
- Formace vedoucí ke změně trendu – tyto formace dávají analytikovi signál o změně trendu. Mezi nejznámější formace vedoucí ke změnám trendu patří například formace „hlava-ramena“ nebo formace V. (Musílek, 2011, s. 393)

### 3.2.2.1 Svíčkové a čárkové grafy

Asi nejvíce používanou variantu grafického zobrazení pohybu cen akcií představuje svíčkový graf. Tato technika zobrazování a čtení grafů se anglicky nazývá „candle stick charting“ a pochází z Japonska, kde se zrodila už kolem roku 1700. Tyto grafy poskytují prakticky stejné informace, jako klasické čárkové grafy, liší se však formátem, který je přehlednější a pomáhá lépe identifikovat standardizované formace. Samotná svíčka se skládá z několika částí. Střední část neboli tělo. To nám značí rozdíl mezi otevírací a zavírací cenou, pokud sledované aktivum v daném časovém pásmu zvýšilo svoji hodnotu, tělo bývá prázdné, v opačném případě je tělo vyplněno (většinou černě). Dnešní brokery nicméně dovolují vlastní barevná nastavení. Dále se svíčka skládá ze spodního a horního stínu, který poukazuje na extrémy mezi cenami v daném časovém rozmezí. (Polách, 2008, s. 190-191)

Obrázek 1 – Čárkový a svíčkový graf (Kurzy, © 2009)



## 3.3 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza se obecně považuje za nejkompaktnější a nejpoužívanější analytický přístup, který vysvětluje pohyb akciových kurzů. Zabývá se zkoumáním všech faktorů, které mají vliv na výkonnost a zdraví podniku – od ekonomických a politických až po sociální, geografické, nebo třeba demografické faktory.

Fundamentální analýza poskytuje přehled ve velmi širokém spektru. Nezabývá se pouze fundamenty, které mají přímý vliv na hodnotu akcií, jako je ziskovost, vyplácené dividendy, zadluženost, rentabilitu, rizika a management. Svoji pozornost věnuje také do značné míry

na důležité globální a odvětvové faktory, které z pohledu toho, že každá společnost se orientuje v určitém odvětví a na určitých trzích, mají značný vliv na její budoucí směřování a tím pádem také na hodnotu akcií. (Veselá, 2011, s. 310)

Polách (2008) hovoří o fundamentální analýze jako o metodě analýzy trhu, která hodnotí, jak daný kurz akcie odpovídá skutečné hodnotě. Zjišťuje, které akcie, sektory a trhy jsou nadhodnocené nebo a které jsou naopak podhodnocené. (Polách, 2008, s. 151)

Základem pro pochopení podstaty fundamentální analýzy je tedy správné pochopení pojmu „vnitřní hodnota akcie“, kterou lze označit jako do značné míry individuální názor účastníků trhu na to, jaký by měl být spravedlivý kurz akcie, jehož hodnotu lze v daném okamžiku považovat za neměnnou.

V každém okamžiku existuje v očích investorů velké množství vnitřních hodnot. Tím, že investoři své představy o spravedlivé ceně akcie přenášejí pomocí obchodních příkazů na burzu, se tak nevědomě podílejí na vytváření aktuálních kurzů. (Rejnuš, 2013, s. 99-100)

Podle zkoumaných faktorů lze rozdělit fundamentální analýzu na 3 typy:

- Globální analýza – analyzuje celou ekonomiku pomocí makroekonomických ukazatelů
- Odvětvová analýza – vystihuje snahu o odhad budoucích rizik, ale také růstových příležitostí v oboru podnikání
- Analýza konkrétních společností – zkoumá danou společnost z pohledu finančního zdraví, možných rizik a růstových příležitostí

### 3.3.1 Globální analýza

Rejnuš (2013) rozděluje globální fundamentální analýzu na významné faktory, které ovlivňují vývoj akciových trhů na:

- Reálný výstup ekonomiky – vývoj akciového trhu je značně navázán na růst hrubého domácího produktu země. Společně s faktem, že svět se nezastavitelným tempem globalizuje, bude mít do budoucna stále větší význam růst globální ekonomiky. Hlavní předpoklad je jasný, růst ekonomiky přinese také možnosti růstu sledované společnosti. V praxi však ze střednědobého hlediska není vývoj akciového trhu až tak silně navázán na vývoj HDP, jak by se mohlo zdát. Investoři totiž do značné míry zohledňují predikce vývoje ekonomiky a současný výkon ekonomiky tak předbíhají.

- Fiskální politika – státní fiskální politiku lze rozdělit na dvě roviny. První jsou příjmy státního rozpočtu. Otázka daní má značný vliv na atraktivitu akcií, jelikož daně z příjmu snižují hrubý zisk firem. Obvyklé je také následné zdanění dividend, které snižuje dividendový výnos. Výdajová stránka státu může mít pozitivní vliv v podobě zvýšení poptávky po zboží společnosti, na druhou stranu případný rozpočtový deficit, který je financován emisemi státních dluhopisů vede k postupnému zvyšování úrokových sazeb.
- Peněžní nabídka – změna peněžní nabídky je považována za vůbec nejvýznamnější faktor, který z globálního hlediska na akciové trhy působí. Teorii vysvětlující tento vliv se nabízí hned několik, závěry se však vždy shodují, zvýšení nabídky peněz má za následek růst hodnoty akcií.
- Úrokové sazby – další důležitý faktor značně ovlivňující hodnotu akcií. Tento faktor je v podstatě závislý na peněžní nabídce. V praxi vede pokles tržních úrokových sazeb k růstu hodnoty akcií. Veselá (2011) hovoří o vysoké hodnotě korelačního koeficientu 0,85.
- Inflace – vliv na hodnotu akcií je u stabilní a nízké inflace minimální, protože akcie je podložena skutečným majetkem společnosti. V případě neočekávané nebo vysoké inflace však dochází ke zvýšení nejistoty v ekonomice, která zvyšuje investiční riziko, což má vliv na poptávku po akciích. Naměřené korelační koeficienty se zde příliš neodchylují od nuly, což potvrzuje minimální závislost.
- Příliv a odliv zahraničního kapitálu – zahraniční kapitál má na hodnotu akciového trhu významný vliv, který je větší při menší likviditě domácího trhu. Příliv zahraničního kapitálu má na hodnotu akcií pozitivní efekt.
- Kvalita investičního prostředí – nejedná se o nic jiného, než dobré podmínky pro podnikání, které mohou vzbudit důvěru investorů a přesvědčit je tak k realizaci zamýšlených investic. Mezi nejsledovanější oblasti z tohoto pohledu patří ekonomická stabilita, cenové regulace, míra korupce a právní systém. (Polách, 2008, s. 152-155; Rejnuš, 2013, s. 101-106; Veselá, 2011, s. 311-320)

### 3.3.2 Odvětvová analýza

Jelikož hospodaření společnosti je do značné míry ovlivněno stanovenými cenami na trhu, musí analytik klást velký důraz na hodnocení odvětví. Atraktivita daného odvětví bývá trhem doceněna zpravidla daleko méně, než kvalita samotné společnosti. Samozřejmě je třeba také

ohodnotit postavení společnosti v tomto odvětví. Na odvětvovou analýzu zveřejněnou některým makléřským domem lze narazit pouze sporadicky. (Graham, 2007, s. 258-259)

Odvětvová analýza, neboli „mezzo“ úroveň fundamentální analýzy může investorovi poskytnout velmi důležité informace ohledně budoucího vývoje odvětví. Ekonomové dokáží určit, v jaké fázi ekonomického cyklu se trh nachází a dle historických dat se snaží odhadnout, jak se bude odvětví v dané fázi cyklu vyvíjet. (Kráal, 2008, s. 55)

Jednotlivá odvětví lze podle jejich citlivosti na hospodářský cyklus rozdělit na 3 základní skupiny:

- **Cyklická odvětví** – taková odvětví jsou značně ovlivněna hospodářskými cykly. V období expanze jejich hodnota roste, v recesi naopak klesá. Důvodem je, že tyto společnosti vykazují v období recese značný propad ekonomické výkonnosti, což vede potenciální kupce k odložení nákupu jejich akcií. Příkladem takového odvětví je stavební nebo automobilový průmysl.
- **Neutrální odvětví** – jedná se o odvětví, na které hospodářské cykly nemají žádný nebo jen minimální vliv. Do takového druhu odvětví patří především nezbytné statky, jako je potravinářství a farmaceutický průmysl. Typickým ukazatelem je například společnost Wal-Mart. Tento americký obchodní řetězec i přes nedávnou ekonomickou recesi v letech 2008 a 2009 dokonce vykázal nárůst zisku a hodnota firmy víceméně stagnovala. Dále se jedná o odvětví, které poskytuje produkty s nízkou elasticitou, jako jsou cigarety, alkohol a noviny.
- **Anticyklická odvětví** – taková odvětví mají v krizi dokonce lepší výsledky, než během konjunktury. V období globální finanční krize se prakticky taková odvětví neobjevila, jelikož šok z krize byla daleko silnější, než anticyklický efekt. Lze však definovat základní produkty, které v době krize slouží jako náhrada za dražší varianty, zejména v oblasti potravinářství. (Musílek, 2011, s. 347-349)

### 3.3.3 Analýza jednotlivých akciových společností

Poslední a nejdůležitější částí fundamentální analýzy je analýza jednotlivých firem. Na této úrovni se analytici pomocí různých ukazatelů, modelů a nástrojů snaží dospět k nalezení vnitřní hodnoty akcie. Tento termín neznačí nic jiného, než „správnou cenu“ společnosti přepočtenou na jednu akcii.

Rejnuš (2013) zdůrazňuje pohled na akcie, jakožto na cenné papíry s nekonečně dlouhou živostí, díky čemuž se nelze dívat pouze na aktuální hospodářské výsledky, ale na dlouhodobé výsledky v návaznosti na to, jaký vývoj lze očekávat do budoucna. Komplexní analýza by měla být sestavena ze tří vzájemně navazujících etap:

- Retrospektivní analýza – při této etapě se provádí sledování vývoje celé řady finančních ukazatelů. Hlavním cílem je přehled o tom, jak se v minulosti vyvíjela podniková struktura, využití finančních prostředků a především vývoj výnosů. Na tuto analýzu úzce navazuje výhledová analýza, pro kterou je potřeba mít přehlednou časovou řadu hodnot v minulých letech.
- Analýza současné situace – jedná se o přesnou analýzu současných hospodářských výsledků a souvisejících ukazatelů. Krátkodobí nebo drobní investoři si často vystačí pouze s touto analýzou, avšak při provádění kvalitní fundamentální analýzy by se měl brát ohled na možné krátkodobé zkreslení výsledků a pečlivé vypracování zbylých dvou etap.
- Výhledová analýza – tato závěrečná část komplexní fundamentální analýzy se orientuje na budoucí vývoj podniku. Snaha o predikci důležitých finančních ukazatelů vychází jak z retrospektivní analýzy, tak také z perspektivy daného odvětví a předpokládaného vývoje ekonomiky. (Rejnuš, 2013, s. 108-110)

K matematické kalkulaci tolik hledané vnitřní hodnoty akcie se postupem času vyvinula celá řada metod. Některé metody tuto hodnotu odvozují z účetních výkazů společnosti, doplňkové metody používají pouze historická data, případně kombinaci dvou metod, nejpoužívanější modely vycházejí z budoucích příjmů. (Veselá, 2011, s. 339-440)

### **3.3.3.1 Dividendové diskontní modely**

Podle Polácha (2008) se jedná o momentálně vůbec nejpoužívanější metodu pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Tento model je obdobou výpočtu čisté současné hodnoty budoucích příjmů. Za příjmy jsou považovány dividendy a prodejní cena. Jedná se tak v podstatě o analogii výpočtu vnitřní hodnoty dluhopisu, kde se hodnota počítá z úroků a vyplacené částky na konci období. (Cipra, 2013, s. 135; Polách, 2008, s. 157)

Nespornou výhodou tohoto modelu je jednoduchost výpočtu. Například v případě, že plánujeme akcii po roce prodat, aplikujeme následující vzorec:

$$VH = \frac{D_1 + P_1}{(1 + i)}$$

kde:  $VH$  = vnitřní hodnota akcie

$D_1$  = předpokládaná dividenda v daném roce

$P_1$  = předpokládaná prodejní hodnota na konci roku

$i$  = požadovaná výnosová míra

Pro držení s konečnou dobou držby se tento vzorec pouze upravuje po vzoru výpočtu čisté současné hodnoty, kdy se prodejní hodnota samozřejmě diskontuje až v posledním roce držby.

Za předpokladu nekonečné doby držby dané akcie s konstantními dividendami se výpočet značně zjednodušuje:

$$VH = \frac{D}{i}$$

kde:  $VH$  = vnitřní hodnota akcie

$D$  = předpokládaná konstantní dividenda

$i$  = požadovaná výnosová míra

V praxi se však lze mnohem častěji setkat s růstem vyplacených dividend, proto aplikujeme vzorec s mírnou úpravou:

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

kde:  $VH$  = vnitřní hodnota akcie

$D_1$  = předpokládaná konstantní dividenda

$i$  = požadovaná výnosová míra

$g$  = roční míra růstu dividend

Poslední zmíněný vzorec lze však použít pouze za předpokladu, že požadovaná výnosová míra je vyšší, než roční míra růstu dividend.

Ačkoliv řada autorů argumentuje dobrou použitelností v praxi, osobně vidím praktické využití v tak úzkém okruhu firem, že jej považuji za téměř nepoužitelný. Valná většina firem vyplácí dividendy buď přímo procentuálně vázané na dosažený zisk ve sledovaném roce,

případně dividendy s jistým exponenciálním růstem, který je však přerušován v souvislosti s hospodařením, v krajních případech krácen. Tyto situace nejsou několik let dopředu odhadnutelné, nehledě na odhad tržní úrokové míry, na které je navázána požadovaná výnosová míra, kde je navíc přidán diskutabilní prvek v podobě rizikové přírážky. Navíc existuje spousta firem, které dividendy nevyplácí, případně je vyplácí v minimální výši a zisk investují do rozvoje, takové firmy by model značně podhodnotil. Stejně tak nebere v potaz zpětný odkup akcií.

### 3.3.3.2 Ziskový model

Podle Musílka (2011, s. 370-373) je ziskový model mezi analytiky ve vyspělých zemích používaný více, než dividendový diskontní model. Model vychází z velmi používaného ukazatele P/E. Ten nám zjednodušeně řečeno říká, za kolik let společnost vydělá na svoji tržní hodnotu.

Určitá odvětví mají již tradičně vyšší hodnotu ukazatele P/E. Jedná se především o populární odvětví, jako je farmaceutický průmysl a telekomunikace. Z historie známe několik příkladů, kdy popularita odvětví vedla k vyššímu ukazateli P/E. Například za vlády Ronalda Reagana byla v USA často zdůrazňována potřeba silné armády, což zpopularizovalo akcie firem z vojenského průmyslu na tolik, že hodnota P/E rostla.

U hodnoty P/E musíme dbát na jistou obezřetnost, jelikož se jedná o dynamický ukazatel, který se neustále mění, krátkodobě může být ziskovost ovlivněna účetními operacemi.

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie musíme nejprve vypočítat tzv. normální P/E, kterou lze získat z Gordovona dividendového diskontního modelu:

$$P/E_n = \frac{D_1/E_1}{i - g}$$

kde:  $D_1$  = předpokládaná dividenda

$E_1$  = očekávaný zisk

$i$  = požadovaná výnosová míra

$g$  = roční míra růstu dividend

Vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty bude vypadat následovně:

$$VH = P/E_n \times E_1$$



kde:  $VH =$  vnitřní hodnota akcie

$P/E_n =$  normální  $P/E$

$E_1 =$  očekávaný zisk

Musílek (2011) zmiňuje kromě popsaného základního určení normálního  $P/E$  také výpočet pomocí regresní metody. Sám autor však poukazuje kromě složitosti výpočtu na jeho výrazné nedostatky. (Musílek, 2011, s. 370-375)

### 3.3.3.3 Bilanční modely

Tyto modely vychází z údajů v rozvaze a snaží se pomocí oceňování jednotlivých položek aktiv a pasiv stanovit hodnotu podniku. Pro stanovení vnitřní hodnoty podniku se používá těchto bilančních modelů:

- Účetní hodnota – jedná se o rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Vydělením tržní hodnoty společnosti právě účetní hodnotou, dostáváme ukazatel „price to book value“, zkráceně  $P/BV$ . Jedná se o jeden z nejpoužívanějších ukazatelů na akciovém trhu. Pokud ukazuje hodnotu vyšší než 1, trh oceňuje společnost více, než je hodnota jeho vlastního kapitálu. V praxi mají tyto hodnoty obvykle nejvyšší technologické firmy, které zpravidla nepotřebují tolik dlouhodobého majetku, opakem bývají těžební společnosti, u kterých není výjimkou hodnota menší než 1.
- Likvidační hodnota – představuje množství prostředků, které by bylo možné získat z prodeje jednotlivých aktiv společnosti, po uhrazení veškerých závazků. Může být také chápána, jako dno tržní hodnoty společnosti. V praxi je ovšem takovou hodnotu velmi obtížné stanovit předem.
- Reprodukční hodnota – zjednodušeně řečeno je to suma nákladů, které by byly vynaloženy při znovuvybudování dané společnosti.

Všechny tyto modely mají velkou nevýhodu v tom, že z větší či menší míry vychází z účetních hodnot, které odpovídají skutečné hodnotě dané položky jen zřídka. S účetními údaji lze do značné míry manipulovat a například u velmi používaného ukazatele  $P/BV$  je třeba se dívat na vybrané položky rozvahy, jako je goodwill. (Rejnuš, 2013, s. 124-125; Veselá, 2011, s. 408-414)

### 3.3.3.4 Historické modely

Tyto modely jsou založeny na historické porovnávání určitých ukazatelů s tržní cenou akcie v minulosti. Podle Polácha (2008, s. 165-167) se v praxi analytici zaměřují především na tyto ukazatele:

- P/S (tržní cena/tržby)
- P/D (tržní cena/dividendy)
- P/BV (tržní cena/účetní hodnota)
- P/CF (tržní cena/cash flow)

Vzorec pro historický model P/S pak bude vypadat následovně:

$$VH = P_A/S_A \times S_1$$

kde:  $VH$  = vnitřní hodnota akcie

$P_A$  = průměrná historická tržní cena akcie

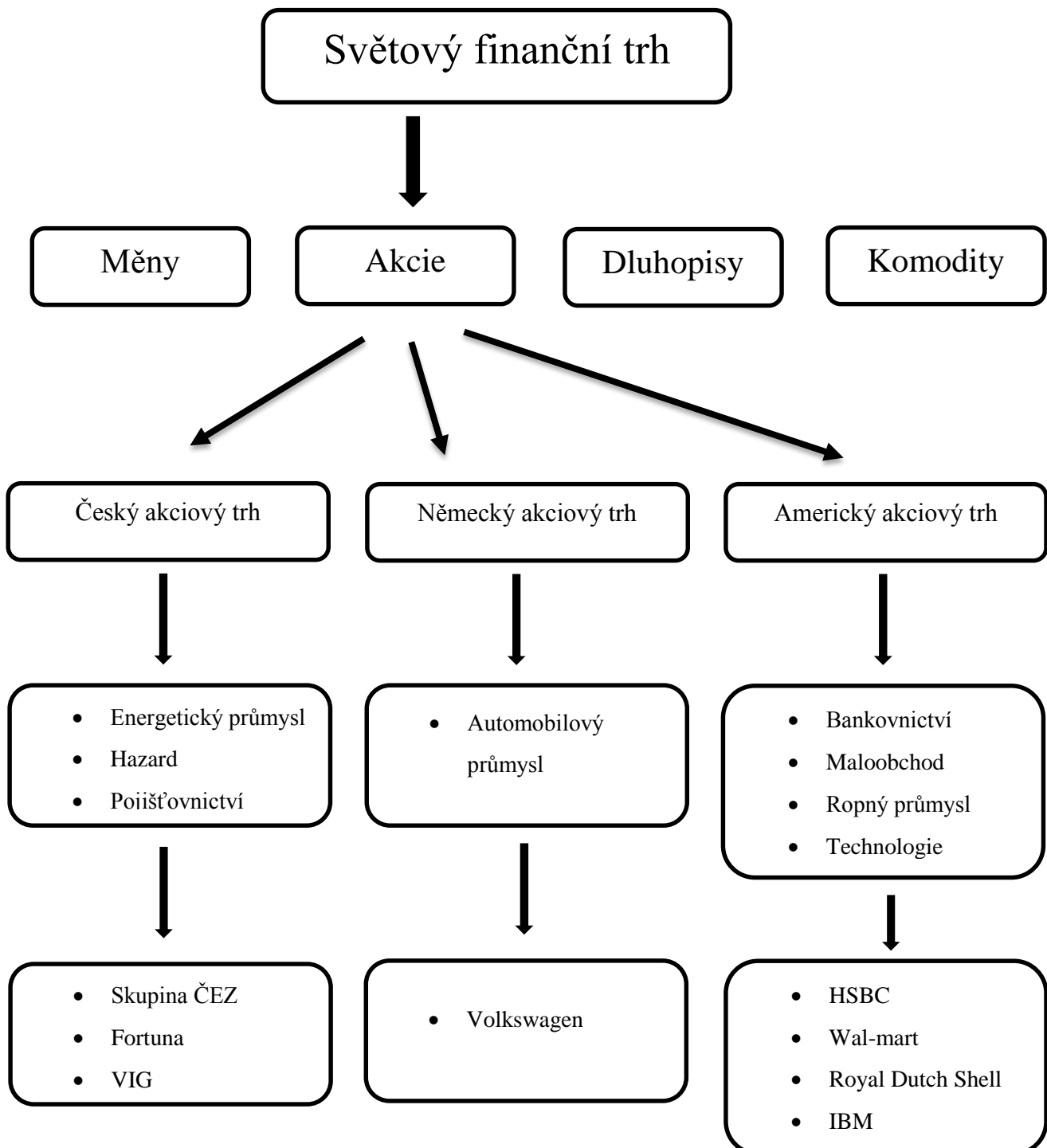
$S_A$  = průměrná historická výše tržeb

$S_1$  = očekávaná výše tržeb pro příští rok

Podle některých názorů mohou historické modely ukazovat reálnější hodnoty, protože z pravidla nejsou tolik kolísavé, jako je tomu u zisku. Na druhou stranu například nejpoužívanější P/S model není schopen brát v úvahu ziskovou marži, tudíž je třeba brát ukazatele pouze jako doplnění ostatních modelů.

#### 4 SCHÉMA VÝBĚRU JEDNOTLIVÝCH AKTIV

Následující schéma zobrazuje propojení teoretické a praktické části práce, kdy jsem nejdřív definoval světový finanční trh, následně jsem jej rozdělil na 4 hlavní části, ze kterých jsem s ohledem na množství investovaných prostředků a vyváženého poměru mezi rizikem a potenciální ziskovostí vybral akciový trh. Ze zhruba dvou stovek akciových trhů jsem se rozhodl, zaměřit se na tři z nich. Po důkladné analýze jsem následně vybral osm konkrétních titulů s důrazem na dostatečnou diverzifikaci napříč odvětvími.



## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 INVESTIČNÍ STRATEGIE

Cílem mého investování na akciových trzích je zhodnocení finančních prostředků v dlouhodobém horizontu více, než by tomu bylo dosaženo na spořicíh účtech a termínovaných vkladech. Součástí cíle je také překonání růstu trhu, respektive reprezentativního akciového indexu NASDAQ Composite.

Hlavní metodou výběru akcií bude fundamentální analýza, kde budu klást důraz na zdravé společnosti s přidanou hodnotou a dobrou image. Dalšími důležitými faktory pro výběr jsou růstový potenciál, stabilní ziskovost, příznivá dividendová politika při nízkém výplatním poměru, diverzifikace do více produktů a na více trhů a samozřejmě ze subjektivního pohledu podhodnocená tržní hodnota společnosti.

Cílem je výběr takových titulů, které mají potenciál pro dlouhodobé držení s předpokladem nejen k růstu tržní ceny, ale také růstem dividendového výnosu vzhledem k nákupní ceně. Rozložení akcií bude diverzifikováno do různých odvětví tak, aby bylo minimalizováno nesystematické riziko i za cenu mírně negativního dopadu na ziskovost.

## 6 VÝBĚR BROKERA

Přístup k akciovému trhu zprostředkovává tzv. broker. Jedná se o právnickou osobu, která musí mít licenci od České národní banky. Nákup a prodej daného aktiva provádí na příkaz klienta za poplatek.

Hlavním kritériem při výběru brokera pro mě byla česká lokalizace, jelikož překlad některých frází vyžaduje velmi vysoký stupeň znalosti cizího jazyka. Dalšími kritérii budou nízké poplatky a nízké požadavky na počáteční vklad. Rozhodl jsem se porovnat tři, v současné době asi nejpoužívanější brokery na českém trhu. Jsou to Fio banka, Patria Direct a Lynx B.V.

### 6.1 Fio banka, a.s.

Fio banka se pyšní titulem největšího českého obchodníka s cennými papíry. Je zaměřena především na drobnou klientelu, která má možnost obchodního účtu na již 77 pobočkách po celé České republice. Prostřednictvím aplikace e-broker má klient přístup na akciové trhy kromě České republiky také v Německu, Polsku, Maďarsku a USA.

Hlavní odlišností brokera od Fio banky je přístup na tzv. RM-systém. Tato burza cenných papírů již byla zmíněna v teoretické části práce. Její výhodou je nízký poplatek 0,35 % (min. 40 Kč) z objemu obchodu a to jak pro hlavní tituly obchodované na pražské burze, tak také několik známých zahraničních společností jako jsou Volkswagen, Microsoft a Facebook. V listopadu 2015 proběhla dokonce akce v podobě nulových poplatků za obchody v rámci RM-systému. Konečná úspora při takovémto nákupu je však velmi sporadická, většina zahraničních titulů nabízí tak špatnou likviditu, že se klientovi nemusí při růstu hodnoty akcie podařit výhodný prodej, pokud se mu akcii podaří vůbec prodat. Některé tituly dokonce nezaznamenávají po celé dny žádný obchod. Další nevýhodou je nevýhodná konverze měn. Například na měnovém páru USD/CZK banka nabízí spread více než 1 Kč.

Tabulka 1 - Poplatky účtované společností Fio banka, a.s. (vlastní)

Vedení obchodního účtu	zdarma
Minimální vklad	-
Obchodní pokyn na pražské burze	0,35 %; min. 40 Kč*
Obchodní pokyn - Německo	0,15 %; min. 9,95 €
Obchodní pokyn – USA < 100 ks	7,95 \$

Obchodní pokyn – USA > 100 ks	9,95 \$
Připsání dividend	0,2 % z výše dividend

\* je třeba připočítat poplatek burzy 0,01 % z objemu obchodu, min. 10 Kč

## 6.2 Patria Finance, a.s.

Tato společnost poskytuje přístup k akciovým trhům napříč Evropou, dále pak nabízí přístup na burzu v zemích jako Hong Kong, Japonsko, Austrálie, Rusko, Kanada a USA. Jak však ukazuje tabulka níže, tato výhoda je však vykoupena poměrně vysokými poplatky. (Patria direct, © 2016)

Tabulka 2 - Poplatky účtované společností Patria Finance, a.s. (vlastní)

Vedení obchodního účtu	zdarma
Minimální vklad	-
Obchodní pokyn na pražské burze	0,45 %; min. 80 Kč*
Obchodní pokyn – Německo < 300 000 Kč	16,90 €
Obchodní pokyn – Německo > 300 000 Kč	6,90 € + 0,15 % z objemu
Obchodní pokyn – USA < 300 000 Kč	14,90 \$
Obchodní pokyn – USA > 300 000 Kč	4,90 \$ + 0,1 % z objemu
Připsání dividend	Můžou být účtovány poplatky 3. stran

\* je třeba připočítat poplatek burzy 0,01 % z objemu obchodu, min. 10 Kč

## 6.3 Lynx B.V.

Tato společnost byla založena v Holandsku teprve v roce 2006 a v České republice působí až od roku 2012. Její obliba silně roste díky kombinaci extrémně nízkých poplatků a široké nabídce trhů. Vklady a portfolia klientů jsou kromě dozorových orgánů chráněny také nadstandardním pojištěním u britské pojišťovny Lloyds až do výše 30 mil. amerických dolarů. Nevýhodou je absence přístupu na pražskou burzu. Výhodou je možnost vkladu v korunách na český účet a jeden výběr měsíčně zdarma. Další podstatnou výhodou je možnost konverze měn na forexu za poplatek 100 Kč.

Tabulka 3 - Poplatky účtované společností Lynx B.V.

Vedení obchodního účtu	zdarma
Minimální vklad	50 000 Kč
Obchodní pokyn – Německo	0,12 % z objemu; min. 6 €
Obchodní pokyn – USA < 300 000 Kč	0,01 \$ na akcii; min. 5 \$
Připsání dividend	zdarma

Rozhodl jsem se pro brokera od Fio banky, jejíž podmínky jsou sice až druhé nejvýhodnější, bohužel společnost Lynx B.V. vyžaduje minimální vklad 50 000,- Kč, což je s ohledem na můj rozpočet vyřazující kritérium. Fio banka navíc nabízí přístup na český akciový trh. (Lynx broker, © 2016)

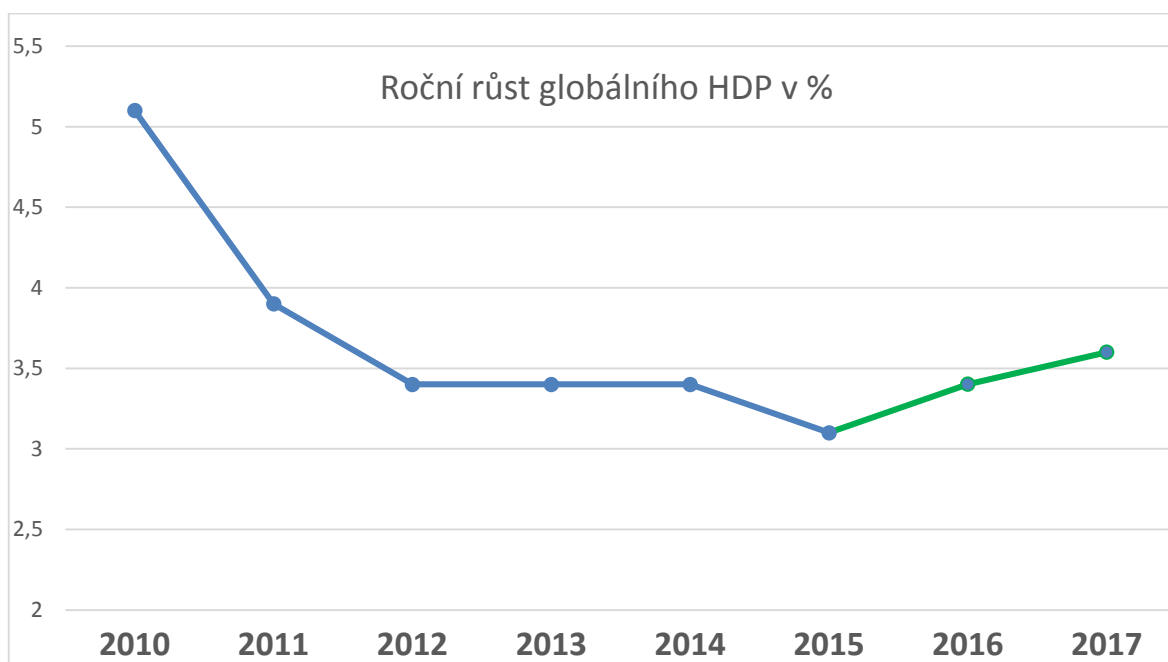


## 7 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Současný svět je již do takové míry ekonomicky propojený, že už nestačí analyzovat pouze ekonomiku, na které sledovaná společnost působí. Kromě přímých vlivů na ekonomiku země dnes prakticky neexistuje veřejně obchodovatelná akciová společnost, která nemá žádné vazby na zahraničí.

Ve své práci s ohledem na investiční portfolio analyzují kromě české ekonomiky také dvě největší ekonomiky světa, tedy Spojené státy americké a Eurozónu, které dle údajů Světové banky tvoří dohromady zhruba 40 % světového HDP. (World Bank, © 2016)

Následující graf ukazuje vývoj světového hrubého domácího produktu. V posledních letech si lze všimnout ročního růstu ustáleného na hodnotách přes tři procenta ročně. Prognózy Mezinárodního měnového fondu ukazují na pokračování stabilního růstu světové ekonomiky v budoucnu. (IMF, 2016)



Obrázek 2 – Roční procentuální růst světového HDP (vlastní)

Za rizika globálního růstu lze ve zkratce považovat pokračování dluhové krize eurozóny, zpomalování ekonomického růstu v Číně, stabilita zemí, jejichž ekonomiky jsou závislé na vývozu ropy, ale například také současná ekonomická a do jisté míry také politická krize v Brazílii, sedmé ekonomice světa, která zažívá pokles HDP a vysokou inflaci.

## 7.1 Globální analýza ekonomiky USA

Tento světový ekonomický lídr hraje hlavní roli na kapitálových trzích. Pravidelně zveřejňovaná makroekonomická data z USA vždy nastiňují vývoj i na ostatních trzích. Na následujícím grafu je patrný vývoj hrubého domácího produktu Spojených států amerických od roku 2009, kdy byla země silně zasažena světovou finanční krizí. Přestože tato krize vznikla právě v USA, z grafu lze vyvodit, že tamní ekonomika z této těžké situace vyšla poměrně dobře.



Obrázek 3 - Roční procentuální růst HDP Spojených států amerických (vlastní)

Samozřejmě nelze americkou ekonomiku označit za jednoznačného vítěze. Vymanění se z krize stálo daňové poplatníky miliardy dolarů v podobě záchranných balíčků a do ekonomiky byly v celkem třech fázích kvantitativního uvolňování mezi lety 2009 a 2014 nality biliony amerických dolarů. Americká ekonomika si již několik let drží stabilní růst a Mezinárodní měnový fond pro ni predikuje růst pro budoucí dva roky ve výši 2,6 %, což je o téměř jeden procentní bod více, než předpovídá eurozóně. (IMF, 2016)

Velmi pozitivní data hovořící o dobré kondici americké ekonomiky ukazují výsledky nezaměstnanosti, která od roku 2010, kdy se podívala k deseti procentům, stabilně klesá. V lednu tohoto roku klesla na hodnotu 4,9 %, která je nejnižší od dubna 2008.

Ačkoliv má nezaměstnanost stále kam klesat, například na přelomu tisíciletí se dostala dokonce pod 4 %, spíše se přikláním k budoucí stagnaci, případně lehkému nárůstu množství

lidí bez práce. Predikují tak z budoucího zvyšování úrokových sazeb Federálním rezervním systémem, které pravděpodobně povede k posilování dolaru, který bude zdražovat tamní produkci. Diametrálně odlišná situace je u největšího obchodního partnera Spojených států, Evropská centrální banka uvolňuje měnovou politiku.

V souvislosti s vývojem nezaměstnanosti je třeba dodat, že se daří také snižovat nezaměstnanost mladých lidí, rostou stabilně mzdy a zvyšuje se produktivita práce. Tvorba nových pracovních míst pak dokonce již překonala předkrizové roky.



Obrázek 4 – Vývoj nezaměstnanosti v USA (Trading Economics © 2016)

Po krizových letech následovalo v důsledku kvantitativního uvolňování zrychlení růstu cenové hladiny ke čtyřem procentům, následně se tamní centrální bance dařilo držet inflaci poblíž dvouprocentní hranice, která je všeobecně považována za zdravou pro ekonomiku. Rok 2015 byl ve znamení ohrožení inflačního cíle zejména důsledkem pádu cen ropy, která se podílí na cenotvorbě většiny produktů na trhu. V současné době se inflace opět zvedá, data z ledna a února 2016 i přes pokračující pokles cen ropy pod 30 dolarů za barel u americké lehké ropy ukazují hodnoty 1,4 % v lednu a 1 % v únoru. Současný vývoj inflace hodnotím jako stabilní.



Obrázek 5 – Vývoj inflace v USA (Trading Economics © 2016)

Uvolňování měnové politiky v reakci na krizi postupně dostalo úrokové sazby americké centrální banky až na nulu, respektive pásmo 0-0,25 %. Tato historická minima FED držel po dlouhých osm let. V prosinci pak sdělila šéfka amerického Federálního rezervního systému růst sazeb do pásma 0,25-0,5 %, k růstu sazeb tak došlo po téměř deseti letech. Janet Yellenová také naznačila možnost postupného zvyšování sazeb ve čtyřech krocích v průběhu roku 2016, na březnovém zasedání nicméně rozhodla o ponechání sazeb na této úrovni s odkazem na možná ohrožení růstu ekonomiky. Na tuto zprávu trhy reagovaly pozitivně, další zasedání je v plánu na červen.

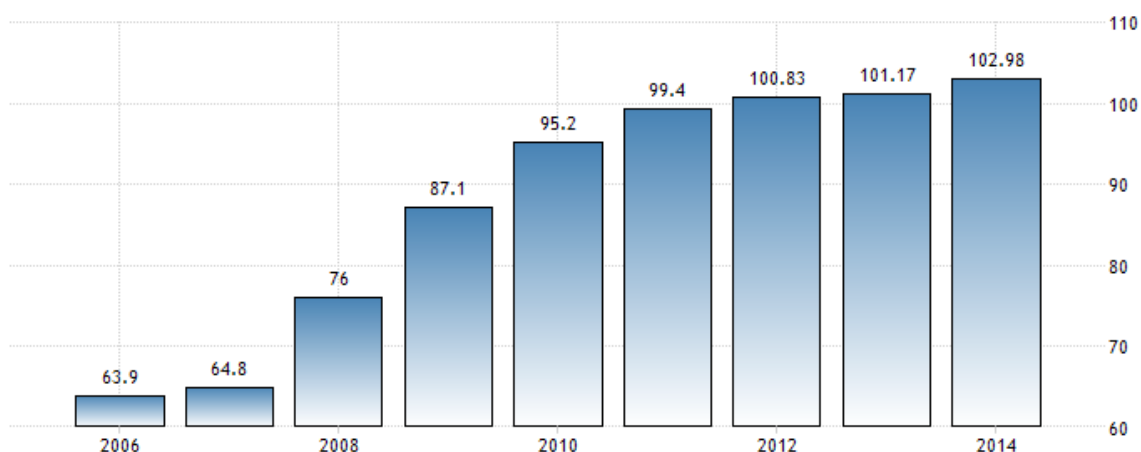


Obrázek 6 – Vývoj základní úrokové sazby v USA (Trading Economics © 2016)

V současné době se vyspělé ekonomiky pohybují obecně v situaci, která je do jisté míry nová. Uvolněná měnová politika nepřináší takový růst ekonomiky, jaký bychom si představovali. Ekonomická teorie tuto situaci označuje jako past likvidity, i když bych o ní zatím

přímo nehovořil. Nízké úrokové sazby jsou jakýmsi následkem krize z konce minulé dekády a obavy FEDu z možného ohrožení růstu považují za oprávněné.

V kontrastu s následujícím grafem si dovoluji tvrdit, že růst úrokových sazeb na vysoké hodnoty například z roku 2007 v blízké budoucnosti příliš reálný není. Vývoj úrokových sazeb samozřejmě ovlivňuje také náklady na obsluhu státního dluhu. Zatímco v předkrizových letech kolísala úroková sazba u desetiletého amerického státního dluhopisu mezi čtyřmi a pěti procenty, v současné době se sazba pohybuje pod dvěma procenty. Následující graf udává nárůst vládního dluhu Spojených států amerických vůči HDP, vlivem stimulů na záchranu ekonomiky zadlužení razantně vzrostlo. Obsluha dluhu, který přesahuje 100 % HDP, by při vysokých úrokových sazbách a relativně pomalém růstu HDP byla velmi nákladná. Za rok 2015 vykázala vláda nejnižší rozpočtový schodek od roku 2007, který činil poměrně vysokých 2,5 % HDP.

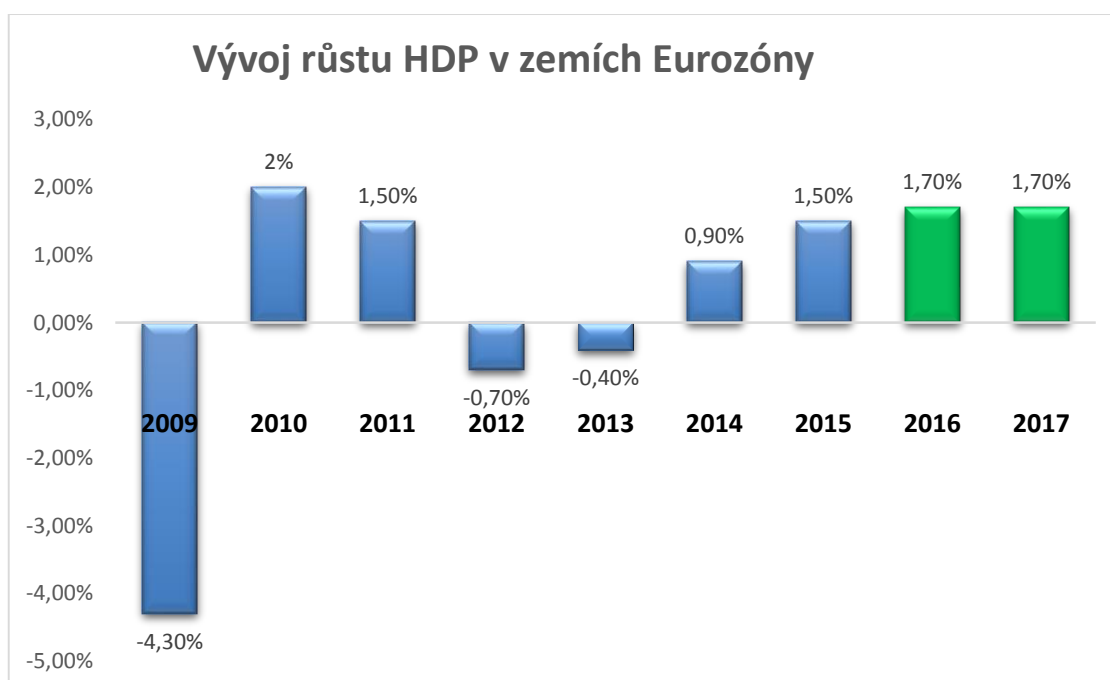


Obrázek 7 – Vývoj vládního dluhu Spojených států vůči HDP (Trading Economics 2016)

Další data z americké ekonomiky hodnotím velmi pozitivně. V únoru 2016 vykazují maloobchodní tržby meziroční nárůst o 3,1 %. Automobilový trh vykázal v únoru nárůst prodeje meziročně dokonce o 6,9 % při stejném počtu prodejních dnů. Index průmyslové výroby v lednu stoupl meziměsíčně o 0,8 %, v únoru pak klesl o 0,5 %, negativně se zde projevuje zejména krize v těžebním sektoru. I tak je průmyslová výroba na hodnotě 106,3 % v porovnání s rokem 2012. (Trading Economics, © 2016)

## 7.2 Globální analýza ekonomiky Eurozóny

Pokud budeme brát všech 19 zemí eurozóny jako jeden ekonomický celek, tvoří zhruba jednu šestinu světového hrubého domácího produktu. Kromě společné měny je nezpochybnitelná také značná provázanost jednotlivých ekonomik, což kromě výhod vede také k vyšší citlivosti na ekonomickou situaci v ostatních členských zemích, jak jsme tomu byli v posledních letech svědky u dluhové krize v Řecku. Nesporná je také provázanost těchto zemí se státy, které mají vlastní měnu a jelikož značná část zahraničního obchodu České republiky probíhá s těmito zeměmi, týká se tato analýza také nás. Poslední příchozí zemí do tohoto společenství byla od 1. 1. 2015 Litva, která dokonala vstup všech pobaltských zemí do Eurozóny.



Obrázek 8 – Vývoj ročního růstu HDP Eurozóny (vlastní)

Po skončení krizového roku 2009 se v Eurozóně projevil následky nezodpovědných fiskálních politik vybraných států z minulých let. Celosvětová finanční krize se přetavila do tzv. Dluhové krize Eurozóny. V roce 2010 jako první požádalo o mezinárodní pomoc Řecko, následované Irskem, Portugalskem a Kyprem. Předlužené byly i další země, které se v ekonomicky nestabilní době musely otočit zády ke keynesiánství a často bolestivě škrtnat vládní výdaje, aby se vyhnuly bankrotu, respektive žádosti o pomoc. Tyto škrty uvrhly Eurozónu v letech 2012 a 2013 do krize. V současné době dostává Eurozóna pomoc ze dvou zdrojů, prvním je kvantitativní uvolňování Evropské centrální banky, druhou pomocí je nízká cena ropy. Podle dat evropské komise ještě v roce 2012 státy Evropské unie nakupovaly ropu

v průměru za 111,7 dolarů za barel, v roce 2015 už klesla průměrná nákupní cena na 51,9 dolarů. Při množství importu této suroviny tak při téměř identické spotřebě klesla hodnota importu ze 450 mld. amerických dolarů v roce 2012 na „pouhých“ 208 mld. amerických dolarů. Úspora zemí Evropské unie za tuto surovinu se pak rovná přibližně HDP Řecka. I díky těmto impulzům tak Mezinárodní měnový fond predikuje pro nadcházející dva roky mírný růst v podobě 1,7 % HDP. (*European Commission, 2016*)

Otázka nezaměstnanosti je velké téma Eurozóny. V roce 2013 dosáhla vrcholu na hodnotě 12,1 %, k lednu 2016 eviduje Eurozóna 10,3 % nezaměstnaných. Zajímavá je především různorodost míry nezaměstnanosti v jednotlivých zemích, jen těžko bychom hledali v podobně provázaných ekonomikách takové rozdíly. Zatímco Německo vykazuje v lednu 2016 nezaměstnanost na úrovni 4,3 %, jen o pár set kilometrů vzdálené Španělsko „snížilo“ nezaměstnanost v témže období na 20,9 %. Míru nezaměstnanosti vidím jako velký problém Eurozóny, alarmující je pak nezaměstnanost mladých lidí do 30 let, která v některých zemích vykazuje hodnoty přes 50 %.



Obrázek 9 – Vývoj nezaměstnanosti v Eurozóně (Trading Economics © 2016)

Následující graf ukazuje inflaci v zemích Eurozóny. V posledních dvou letech je křivka značně ovlivněna poklesem cen ropy, která se podílí při cenotvorbě značné části produktů ve spotřebním koši, ze kterého se inflace počítá. Eurostat také publikuje tzv. jádrovou inflaci, která očišťuje klasickou inflaci o mimořádné vlivy, jako je cena ropy. Ta v posledních měsících vykazuje hodnoty kolem 1 %. Vzhledem k tomu, že ropa už pravděpodobně ukázala své dno, nelze příliš očekávat riziko vyšší deflace, která by ekonomiku mohla poškodit.



Obrázek 10 – Vývoj roční inflace v Eurozóně (Trading Economics © 2016)

Ve snaze o zabránění deflace a podpoře ekonomického růstu Eurozóny přikračuje Evropská centrální banka ke stále uvolněnější měnové politice. Naposled 10. března 2016 srazila základní úrokovou sazbu z 0,05 % na nulu, zároveň přikročila ke zvýšení nákupu státních dluhopisů z 60 mld. euro měsíčně na 80 mld. euro.

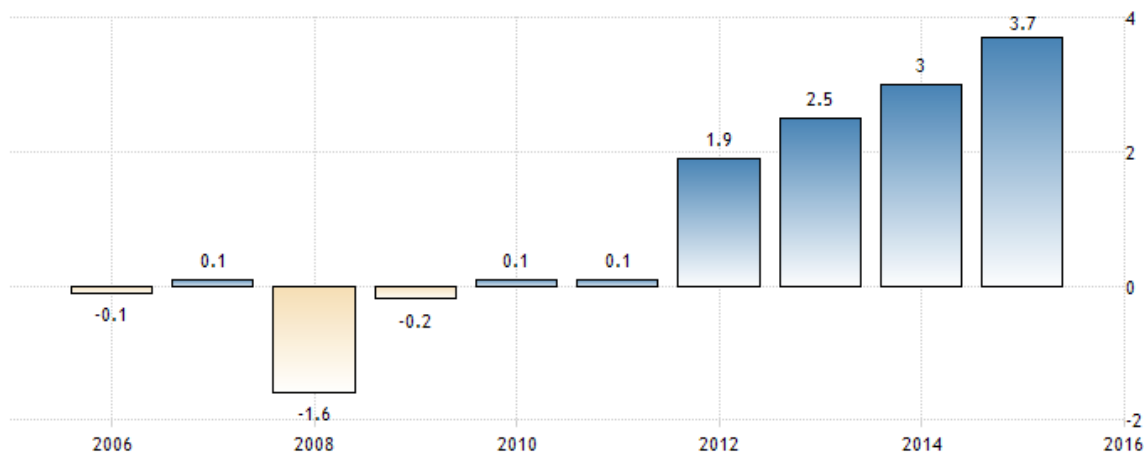


Obrázek 11 – Vývoj hlavní úrokové sazby Evropské centrální banky (Trading Economics © 2016)

Platební bilance, která je podle Krále (2006, s. 158) snad vůbec nejvýznamnějším makroekonomickým ukazatelem, se pro Eurozónu v posledních letech jeví rekordně dobře. Podle Eurostatu se na poklesu dovozu podílely zejména ropa a suroviny, zatímco export rostl. Největším exportérem Eurozóny pak bylo tradičně Německo. Pro zajímavost nejvyšší schodek běžného účtu Evropská unie jako celek zaznamenala v roce 2014 s Čínou, a to 57,2 mld. eur,

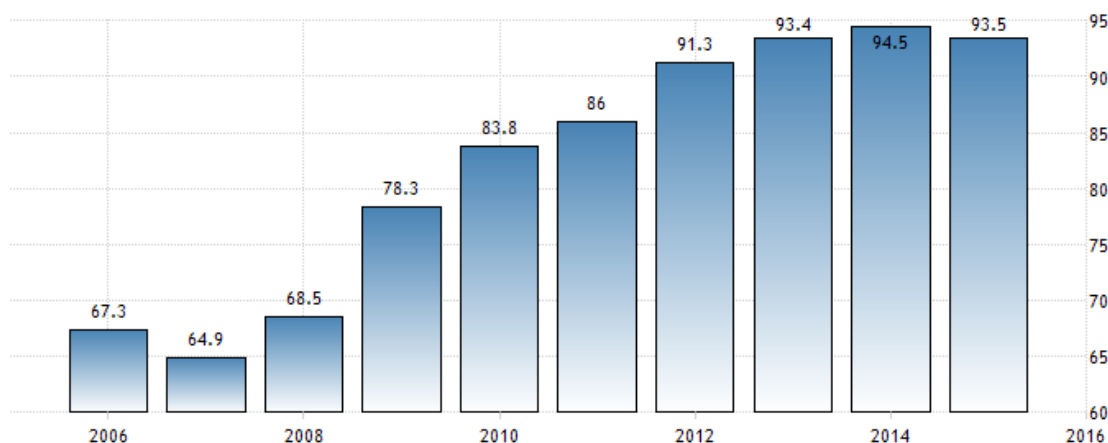


druhý nejvyšší schodek byl v hodnotě 37,4 mld. eur s Ruskem. Naproti tomu nejvyšší přebytek 138 mld. eur zaznamenaly země EU se Spojenými státy. Přebytek běžného účtu platební bilance samotné Eurozóny činil v roce 2015 rekordních 3,7 % HDP. (Eurostat, 2015)



Obrázek 12 – Vývoj běžného účtu platební bilance zemí Eurozóny k HDP (Trading Economics, © 2016)

Následující graf ukazuje míru zadlužení zemí Eurozóny v poměru k HDP. Tu se díky zodpovědné fiskální politice a do jisté míry také nízkým úrokovým sazbám, které snižují náklady na obsluhu dluhu, podařilo v roce 2015 snížit. Zadlužení ve srovnání se Spojenými státy je poměrově nižší, přesto je problém různorodost Eurozóny. Zatímco velké části zemí se daří dluh vůči HDP snižovat, protipólem jsou zejména jižní státy Eurozóny, které by bez zásahů Evropské centrální banky měly s financováním dluhu problémy. Zatímco případná další pomoc Řecku by nikoho nepřekvapila, opravdová časovaná bomba se skrývá v Itálii a Španělsku. Kdyby takto velké ekonomiky musely požádat o pomoc, Evropa by se mohla vrátit do krize.

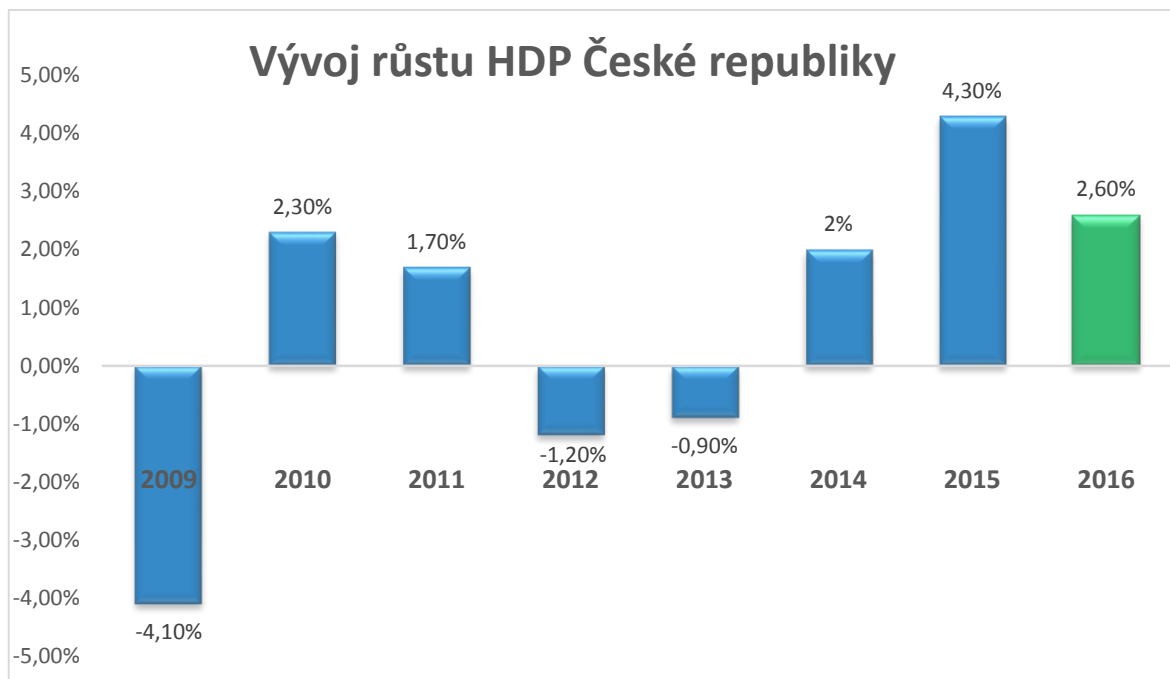


Obrázek 13 – Vývoj vládního dluhu v Eurozóně (Trading Economics, © 2016)

Další data z ekonomiky Eurozóny ukazují pozitivní spotřebitelskou náladu, maloobchodní tržby první 2 měsíce roku 2016 rostly meziročně o 2 %, čímž jen mírně zaostaly za průměrným nárůstem v roce 2015. Zejména se pak dařilo automobilovému sektoru, který rostl i díky levným cenám pohonných hmot meziročně o 10,1 % v prvních dvou měsících roku 2016. (ACEA, © 2016)

### 7.3 Globální analýza české ekonomiky

Vývoj českého hrubého domácího produktu v minulosti dle očekávání kopíroval ekonomiku Eurozóny. Za zmínku stojí vyšší propady ekonomiky v letech 2012 a 2013 vlivem necitlivé fiskální politiky a především rok 2015, kdy růst české ekonomiky překonal veškeré odhady a řadili jsme se tak mezi nejrychleji rostoucí země nejen v Evropské unii, ale dokonce v celé OECD. Bylo to způsobeno, kromě zlepšení ekonomické situace v Evropě, také dočerpáváním evropských dotací, růstem domácí poptávky a vliv mohly mít také diskutované intervence České národní banky, které pomohly exportérům. Pro rok 2016 Mezinárodní měnový fond predikuje slušný růst 2,6 %, což je o 0,9 procentního bodu nad růstem Eurozóny.



Obrázek 14 – Vývoj růstu HDP České republiky (vlastní)

Míra nezaměstnanosti v České republice v posledních letech znatelně klesá. V lednu letošního roku se dostala na úroveň 6,4 %, meziročně tak klesla o 1,3 procentní body. Navíc došlo k citelnému nárůstu volných pracovních míst, kterých je nevíce od roku 2008, a to 107 779, což odpovídá meziročnímu nárůstu o 63%. V současné době má Česká republika druhou nejnižší nezaměstnanost v Evropské unii. Předpovědi Ministerstva financí očekávají další postupný pokles nezaměstnanosti v příštích letech. Znepokojivá je však závislost na automobilovém průmyslu, který tvoří čtvrtinový podíl na průmyslové produkci v České republice a přímo zaměstnává přes 155 000 osob. (Aktuálně, © 2015)

Inflace v České republice prakticky přesně kopíruje inflaci v Eurozóně. Je to opět především pokles cen ropy v posledních dvou letech, který sráží míru inflace k nule, konkrétně únorová inflace ukazuje hodnotu 0,5 %, v únorové prognóze rovněž Česká národní banka predikuje návrat k inflačnímu cíli na úroveň 2 %, a to v druhé polovině letošního roku. V souvislosti s Českou národní bankou je třeba zmínit, že případný růst inflace by měl mít za následek konec měnových intervencí, které českou korunu drží od roku 2013 na úrovni 27 Kč za euro, ukončení je momentálně plánováno na začátek roku 2017. Předpokládám rovněž, že ČNB bude brát v potaz silnou exportní orientaci českého průmyslu a bude se snažit vyhnout skokovému posílení české koruny. Hlavní měnový nástroj ČNB v podobě dvoutýdenní repo sazby je od roku 2012 na historickém minimu 0,05 % a v blízké době nelze příliš očekávat její změnu.

Běžný účet platební bilance vykázal dle České národní banky za rok 2015 rekordní přebytek 41,38 mld. Kč, což odpovídá zhruba 0,9 % HDP. Teprve podruhé v historii tato bilance skončila v kladných číslech. Obchodní bilance, která je součástí platební bilance, skončila v přebytku 149,1 mld. Kč, což je nárůst o 3,1 mld. Kč.

Následující graf ukazuje meziroční vývoj státního dluhu k HDP. Lze si všimnout značného nárůstu v krizových letech, typického pro drtivou většinu vyspělých ekonomik. Zajímavý je následně výrazný pokles v roce 2014, který byl dán jak růstem HDP, tak především zlepšením řízení likvidity státní pokladny. Ačkoliv státní rozpočet vykázal deficit, absolutní dluh se však dokonce díky tomu klesl. Ministerstvo financí očekává další pokles zadlužení vůči HDP v příštích letech.



Obrázek 15 – Vývoj státního dluhu České republiky k HDP (Trading Economics, © 2016)

## **8 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA VYBRANÝCH FIREM**

Pro kvalitní analýzu jednotlivých společností je vždy nezbytné nejdříve definovat hlavní aspekty odvětví, ve kterém daná společnost působí.

### **8.1 Skupina ČEZ**

Společnost ČEZ, a. s. byla založena v roce 1992 přeměnou státního podniku České energetické závody. Dnešní podoba Skupiny ČEZ vznikla v roce 2003 spojením s lokálními distribučními společnostmi. Dnes Skupina ČEZ patří do desítky největších energetických firem v Evropě, ve středoevropském regionu je vůbec největší.

Jedná se o polostátní akciovou společnost, která je z 69,78 % vlastněná Ministerstvem financí České republiky. Zbytek akcií se obchoduje na burzách v České republice, v Polsku a v Německu. (ČEZ, © 2016)

#### **8.1.1 Analýza energetického sektoru v České republice**

Energetický sektor celosvětově zažívá v posledních letech silné otřesy. Jsme svědky pádu cen energetických komodit, který se projevuje v cenách silové elektřiny. V Evropské unii lze potom sledovat vliv trhu s emisními povolenkami a značný vliv mají na trh také dotace do obnovitelných zdrojů energie. Na grafu níže je znázorněn vývoj velkoobchodních silových cen elektřiny na burze Power Exchange Central Europe, která umožňuje obchodování s elektrickou energií v Česku, Maďarsku, Polsku, Rumunsku a na Slovensku, přesto je pro celý středoevropský sektor cenotvorná energetická burza v Lipsku. (PXE, © 2016)



Obrázek 16 – Vývoj cen silové elektřiny na PXE v eurech za MWh (Kurzy, © 2016)

Podle dat Energetického regulačního úřadu v České republice spotřeba elektrické energie spíše stagnuje s lehce klesajícím trendem. Mezi lety 2010 a 2014 klesla netto spotřeba elektrické energie, která již nezahrnuje vlastní spotřebu elektráren a ztráty přenosové soustavy, o 1,6 %. Predikce společnosti ČEZ však hovoří v kontrastu s technologickým vývojem o růstu spotřeby elektrické energie do roku 2050 o 20-50 %. Česká republika v roce 2014 vyvezla 20 % vyrobené energie. Na výrobě elektřiny se potom podílí zejména uhelné elektrárny s 47 % a jaderné elektrárny s 35 %. (ERÚ, © 2015; ČEZ, © 2016)

Do budoucna se počítá s pozvolným odklonem od výroby elektřiny z uhlí k obnovitelným zdrojům energie. Vzhledem k budoucímu růstu spotřeby elektrické energie lze předpokládat další nárůst podpory obnovitelných zdrojů energie a pravděpodobně také nevyhnutelné investice do nových bloků jaderných elektráren. Z pohledu současných energetických gigantů se lze na současný vývoj dívat jakožto na hrozbu i příležitost.

### 8.1.2 Fundamentální analýza Skupiny ČEZ

Na českém trhu se podle dat Energetického regulačního úřadu v roce 2014 ČEZ podílel na výrobě elektrické energie 73,4 %. Dceřiná společnost ČEZ Distribuce, a. s. se ve stejném roce podílela 65 % na distribuci elektrické energie v České republice. (ERÚ, © 2015)

Tržní podíl na dodávkách zemního plynu koncovým zákazníkům v roce 2014 činil 5,8 %. Společnost také v posledních letech rapidně roste v oblasti teplárenství. (ČEZ, © 2015)

### Působení v zahraničí

Skupina ČEZ se zaměřuje zejména na země jihovýchodní Evropy. V Bulharsku vlastní černouhelnou elektrárnu Varna, fotovoltaickou elektrárnu Orešec a distribuční společnost. V Rumunsku vlastní větrnou farmu, která je největší svého druhu v Evropě a rovněž distribuční společnost. V Polsku ČEZ vlastní černouhelnou elektrárnu a investuje do větrné energetiky, je také dodavatelem elektrické energie firmám. Na Slovensku provozuje teplárnu a distribuční společnost. Významný potenciál potom společnost vidí v Turecku, kde prostřednictvím společného podniku s místní společností provozuje několik vodních a větrných elektráren.

Skupina ČEZ čelí značné kritice za některé investice v zahraničí, nejznámější je problematická investice v Albánii, která skončila u arbitrážního řízení, ze kterého se ČEZ domohl náhrady ve výši 100 mil. eur. (ČEZ, © 2016)

### Hospodaření společnosti

Pro energetický sektor jsou typické obrovské odpisy spojené s využíváním aktiv. Díky tomu má Skupina ČEZ kromě vysokého zisku před odpisy také vysoké provozní cash-flow, tyto prostředky byly v minulosti použity k investicím a k navýšení vlastního kapitálu. Hodnota nerozděleného zisku se tak ke konci roku 2014 vyšplhala na 212 mld. Kč. S přihlédnutím ke grafu vývoje cen elektrické energie, jejíž prodej tvoří drtivou většinu příjmů společnosti, lze stanovit závislost na tržní ceně silové elektřiny a výsledcích hospodaření. Negativní vliv cen elektrické energie se samozřejmě promítl do ukazatelů rentability, které byly v minulých letech na velmi solidních úrovních. Při pohledu na hospodaření vybraných střeoevropských konkurentů v oboru lze však hodnotit ziskovost společnosti za rok 2014 pozitivně.

Tabulka 4 – Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu ČEZu v milionech českých korun (vlastní)

	2011	2012	2013	2014
<b>EBITDA</b>	87 350	85 818	81 994	72 498
<b>Zisk po zdanění</b>	40 753	40 153	35 207	22 432
<b>Provozní cash-flow</b>	61 773	64 612	72 202	70 920
<b>Zisková marže</b>	19,4 %	18,7 %	16,5 %	11,2 %
<b>ROE</b>	18,2 %	17,4 %	14,1 %	8,6 %
<b>ROA</b>	10,2 %	9 %	7,1 %	5,9 %

Následující tabulka ukazuje atraktivní dividendový výnos v dlouhém období. Konzervativní dividendový výplatní poměr minulých let se v roce 2014 změnil, patrně vlivem kombinace dostatečného množství finančních prostředků, minimum atraktivních investičních příležitostí a politických tlaků na navýšení státního rozpočtu. Ve třetím čtvrtletí 2015 se poté cena akcií společnosti propadá vlivem zpráv o neplánovaných odstávkách jaderné elektrárny Dukovany a dalším poklesům cen elektrické energie na burze. Trh tak srazil hodnotu společnosti pod úroveň účetní hodnoty.

Tabulka 5 – Vybrané ukazatele kapitálového trhu v českých korunách (vlastní)

	2012	2013	2014	8. 10. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku</b>	680	517	591	487
<b>EPS</b>	77,6	67,2	41,9	41,9
<b>Hrubé dividendy</b>	45	40	40	40
<b>Výplatní poměr</b>	58 %	60 %	95 %	95 %
<b>Dividendový výnos</b>	6,6 %	7,7 %	6,8 %	8,2 %
<b>P/E</b>	8,8	7,7	14,1	11,6
<b>P/BV</b>	1,43	1,05	1,19	0,98

Srovnání s konkurenty dále vyzdvihuje krizi v energetickém sektoru. Sledované společnosti se propadly do ztrát nebo jim klesla ziskovost na minimum. Specifická je v tomto ohledu společnost RWE, která sice za rok 2014 vykázala mimořádně zisk 2,77 eura na akcii, předešlý rok však vykazovala ztrátu 4,49 eura na akcii a předpokládá se ztráta i pro rok 2015. Kromě relativně stabilní ziskovosti o sobě Skupina ČEZ ve výročních zprávách hovoří jako o nejméně zadlužené velké energetické firmě v Evropě. Ukazatel celkové zadluženosti jí dává jednoznačně za pravdu.

Tabulka 6 – Srovnání základních ukazatelů ČEZu s vybranými konkurenty, údaje jsou v eurech (vlastní)

	ČEZ	E.ON	ENEL	RWE
<b>Cena akcií k 8. 10. 2015</b>	18	7,5	3,9	9,8
<b>EPS za rok 2014</b>	1,55	-1,64	0,05	2,77
<b>Míra celkového zadlužení</b>	58 %	80 %	81 %	86 %
<b>P/E</b>	11,6	-	78	3,5
<b>P/BV</b>	0,98	0,61	1,16	0,51



## Hodnocení společnosti

V investici do Skupiny ČEZ vidím rizika především v klesajících cenách elektrické energie na burze, které by ve střednědobém horizontu mohly negativně působit na hospodaření a tlačit ceny akcií níže. S ohledem na hospodaření konkurenčních firem lze však predikovat, že se ceny elektrické energie na burze mohou blížit svému dnu. Další rizikový faktor je majoritní podíl státu, zejména pak v kontrastu s možnou dostavbou nových bloků jaderných elektráren, které by za současné tržní situace znamenaly velké riziko. Vzhledem k tržním podmínkám však společnost stále vykazuje výbornou ziskovost. Díky nízkému zadlužení a dostatku likvidity lze očekávat udržení příznivé dividendové politiky a prostor pro případné atraktivní investiční příležitosti. Vzhledem k výše zmíněnému hodnotím cenu akcií na úrovni 487,- Kč k 8. říjnu 2015 za podhodnocenou.

## 8.2 Fortuna Entertainment Group N. V.

Zakládající společnost Fortuna sázková kancelář, a. s. vznikla v roce 1990 jako jedna z vůbec prvních akciových společností v Československu a zároveň první sázková kancelář u nás. V roce 2005 společnost odkoupila slovenská investiční společnost Penta. Působení na českém a slovenském trhu bylo v témže roce rozšířeno expanzí na polský trh, díky akvizici polské sázkové kanceláře Profesional. V roce 2010 bylo rozhodnuto o umístění celkem 35 % akcií Fortuny na burzy v České republice a v Polsku. Dnes se volně obchoduje 27,68 % akcií, 5,06 % drží Templeton Asset Management, zbytek je ve vlastnictví Penty. (FEG, © 2016)

### 8.2.1 Analýza odvětví kurzových sázek v České republice

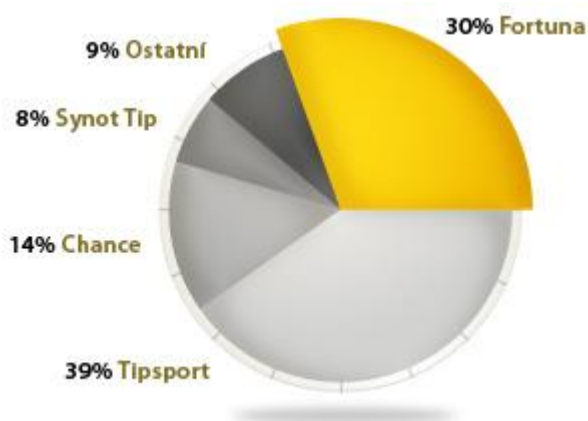
Dle definice ministerstva financí se za kurzové sázky označují takové hry, při nichž „je výhra podmíněna uhodnutím sportovních výsledků nebo pořadí ve sportovních soutěžích, závodech nebo uhodnutím jiných událostí veřejného zájmu“. Pro podnikání v tomto oboru je potom potřeba licenci právě od ministerstva financí, kde je potřeba splnění určitých podmínek, jako například základní kapitál 100 mil. Kč. (MFČR, 2016)

Zatímco kurzové sázky na pobočkové úrovni zažívají v posledních letech ústup ze scény, internetové kurzové sázky rapidně rostou. Mezi lety 2009 a 2014 se například jejich objem zpětinasobil a v posledním sledovaném roce dosáhl hodnoty 29,4 mld. Kč. Vzhledem k dynamice růstu a zlepšujícím se stavu ekonomiky lze pro rok 2015 očekávat podobný nárůst. (MFČR, 2016)

Tabulka 7 – Objem přijatých sázek v České republice v mld. Kč. (vlastní)

	2012	2013	2014
<i>Kurzové sázky na pobočkách</i>	7,6	6,6	6,2
<i>Internetové kurzové sázky</i>	14,4	22,5	29,4

Jak ukazuje následující graf, většinu trhu si dělí Tipsport a Fortuna. Ačkoliv tento graf pochází ze stránek Fortuny, je třeba jej brát s mírnou rezervou, jelikož sama společnost Fortuna se ve výroční zprávě z roku 2014 chlubí nárůstem tržního podílu na 32 %. Tržní podíl 30 % společnost prezentovala ve výroční zprávě roku 2012.



Obrázek 17 – Tržní podíly v oblasti kurzového sázení v České republice (FEG, © 2016)

### 8.2.2 Fundamentální analýza Fortuna Entertainment Group N. V.

Nejdůležitějším trhem je pro Fortunu právě Česká republika, kde je dvojkou na trhu a kde v roce 2014 vykázala bezmála 62 % přijatých sázek. Druhý nejdůležitější trh je Slovensko s podílem přijatých sázek společností ve výši 25 %. Na Slovensku je Fortuna rovněž dvojkou na trhu s téměř třetinovým podílem. Třetím a nejslabším trhem je pro Fortunu Polsko, kde je sice jedničkou na trhu, tamní přijaté sázky však mají na hospodaření vliv pouze z 13 %. Výroční zprávy Fortuny dlouhodobě hovoří o polském trhu v souvislosti se značným podílem neregistrovaných sázkových společností, které pravděpodobně balancují na hraně zákona. Tyto společnosti potom mají podle odhadů pětinasobné přijaté sázky v porovnání s registrovanými společnostmi, Fortuna potom byla vůbec první společnost, která v roce 2012 získala licenci pro internetové kurzové sázení. Zajímavý je potom nárůst přijatých kurzových sázek, ty mezi lety 2011 a 2014 vzrostly v České republice o 85 %, na Slovensku o

28 % a v Polsku o 77 %. Fortuna podniká v České republice také v loteriijním byznysu pod značkou Loto, tato loterie tvoří téměř 7 % obrátu společnosti a je dlouhodobě ztrátová. (FEG, © 2016)

Pro doplnění je potřeba uvést, že suma přijatých sázek neznamená obrat, ale jakousi aktivitu hráčů, od které je potřeba odečíst vyplacené výhry a daň z hazardu.

Následující tabulka dokládá růstové hospodaření společnosti, kromě růstu tržeb si lze všimnout značného nárůstu u ukazatele rentability vlastního kapitálu v roce 2013. Vlastní kapitál od roku 2013 klesl ze 49 mil. eur na 27 mil eur díky výplatě mimořádné dividendy. Míra celkové zadluženosti však s ohledem na stabilní a ziskové hospodaření nedosáhla kritické hranice, přesto hodnotím tento krok ze strany společnosti za velmi nestandardní.

Tabulka 8 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Fortuny v milio-  
nech eur (vlastní)

	2011	2012	2013	2014
<b>Přijaté sázky</b>	409	468	567	672
<b>Tržby</b>	89,8	96,2	97	109,6
<b>Zisk po zdanění</b>	13,3	12,3	15,6	15,9
<b>Zisková marže</b>	14,8 %	12,8 %	16 %	14,5 %
<b>ROE</b>	28,5 %	25,1 %	57,7 %	52,9 %
<b>ROA</b>	17,9 %	19,4 %	25,3 %	26,7 %
<b>Míra celkové zadluženosti</b>	50,2 %	48,5 %	70,3 %	66,7 %

I přes růst ziskovosti společnosti a nárůst hodnoty akcií pokračovalo výrazně nestandardní chování ze strany společnosti. Po mimořádné dividendě z roku 2013, kdy se majoritní vlastník rozhodl pro agresivnější formu financování společnosti a značně tak snížil hodnotu vlastního kapitálu, se dividendy roku 2014 vrátila na hodnotu roku 2012. Koncem roku 2014 však nastoupil do pozice předsedy představenstva a CEO společnosti Per Widerstrom, pod jehož vedením se Fortuna rozhodla nevyplácet v roce 2015 žádnou dividendu, následně toto období navýšila i pro roky 2016 a 2017. Důvodem byla chystaná expanze na východní trhy, spekuluje se konkrétně o Rumunsku, pro které si skupina Penta již propůjčila značku Fortuna. (FEG, © 2016)

Tabulka 9 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v českých korunách (vlastní)

	2012	2013	2014	16. 10. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku</b>	85	118,7	120,45	70,8
<b>EPS</b>	6	8,2	8,3	8,3
<b>Hrubé dividendy</b>	6	17,3	6	0
<b>Výplatní poměr</b>	100 %	211 %	72 %	-
<b>Dividendový výnos</b>	7,1 %	14,6 %	5 %	-
<b>P/E</b>	14,2	14,5	14,5	8,5

### Závěrečné hodnocení

Společnost Fortuna vykazuje dlouhodobě velmi stabilní výsledky, má silnou pozici na všech třech trzích, kde působí. Vzhledem k dynamice růstu jednotlivých trhů lze očekávat další pokračování růstu společnosti, zejména polský trh hodnotím jako do budoucna nejvíce perspektivní, jak již bylo zmíněno, po případné novelizaci zákona by jí získaná licence mohla přinést konkurenční výhodu. I přes kontroverzní chování ze strany společnosti v minulých letech a celoevropskému trendu zvyšování daně z hazardu, hodnotím propad cen akcií v roce 2015 za neopodstatněný.

## 8.3 Vienna Insurance Group AG

Historie této rakouské společnosti sahá až k Habsburské monarchii do roku 1824. Ačkoliv je její historie pestrá, například v roce 1963 přišla s tehdy revoluční myšlenkou pojistných bonusů, tedy slevě na pojistném, udělovaném opatrným řidičům. Hlavní část historie se však začala psát roku 1990, kdy po pádu železné opony založila v tehdejším Československu pojišťovnu Kooperativa. Následně se skupina rozrůstala do celé střední a východní Evropy.

Dnes skupina VIG podniká na celkem 25 trzích střední a východní Evropy, vlastní 50 společností a zaměstnává 23 000 lidí. Akcie společnosti se dnes obchodují na burzách ve Vídni a od roku 2008 také v Praze. Veřejně obchodovatelných je 30 % akcií skupiny, zbytek je vlastněn původním vlastníkem Wiener Städtische Versicherungsverein. (VIG, © 2016)

### 8.3.1 Analýza pojišťovnictví v České republice a v Rakousku

Ačkoliv pojišťovací skupina Vienna Insurance Group podniká v 25 zemích, trhy v České republice a v Rakousku jsou naprosto klíčové. V těchto dvou zemích skupina v roce 2014 generovala celkem 63 % tržeb a 67 % zisku. (VIG, © 2016)

V České republice vlastní skupina VIG, kromě zajišťovny VIG Re, celkem 3 pojišťovny – Kooperativa, Česká podnikatelská pojišťovna a díky dlouhodobému partnerství s Erste Group také Pojišťovnu České spořitelny. V roce 2014 tak dosahoval tržní podíl skupiny na českém trhu 31 %, když se od roku 2011 zvýšil o 1,3 procentní body. (ČAP, © 2015)

Tabulka 10 – Tržní podíl pojišťoven v roce 2014 v České republice (vlastní)

	<b>Podíl na trhu</b>
<i>Česká pojišťovna</i>	23,9 %
<i>Kooperativa pojišťovna</i>	19,8 %
<i>Allianz pojišťovna</i>	9,5 %
<i>Generali Pojišťovna</i>	7,2 %
<i>ČSOB Pojišťovna</i>	6,4 %
<i>Česká podnikatelská pojišťovna</i>	5,7 %
<i>Pojišťovna České spořitelny</i>	5,5 %

Následující tabulka ukazuje vývoj předepsaného pojistného, zatímco tato data v minulosti vykazovala zejména u životního pojištění slibný růst, v posledních letech dochází ke stagnaci. Navzdory datům z evropské asociace Insurance Europe, která ukazují v posledních třech letech značný nárůst zejména životního pojištění. (Insurance Europe, © 2016)

Tabulka 11 – Vývoj pojistného v České republice v milionech korun (vlastní)

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>Životní pojištění</i>	45 329	47 438	46 443	46 119
<i>Neživotní pojištění</i>	71 064	68 104	67 544	69 076

Data České asociace pojišťoven také ukazují na odlišné chování Čechů v krizovém roce 2008, zatímco v Evropě došlo k poklesu předepsaného pojistného o zhruba 10 %, v České republice pojistné rostlo. (ČAP, © 2015; Insurance Europe, © 2016)

Na rakouském trhu pod skupinu VIG spadají pojišťovny Wiener Städtische, Donau Versicherung a Sparkassen Versicherung. Tyto pojišťovny v roce 2014 dohromady držely 23 % trhu. (VVO, © 2016)

Tabulka 12 - Tržní podíl pojišťoven v roce 2014 v Rakousku (vlastní)

	<b>Podíl na trhu</b>
<i>Uniqua Österreich</i>	14,3 %
<i>Wiener Städtische</i>	13,6 %
<i>Generali Versicherung</i>	14,4 %
<i>Allianz Elementar</i>	5,7 %
<i>Sparkassen Versicherung</i>	5 %
<i>Donau Versicherung</i>	4,7 %
<i>Raiffeisen Versicherung</i>	4,3 %

Zatímco obliba životního pojištění v Rakousku až do roku 2013 značně ztrácela, mezi lety 2010 a 2013 klesla suma vybraná na životním pojištění o 14 %. Naproti tomu neživotní pojištění se těší dlouhodobě každým rokem větší oblibě. (VVO, © 2016)

Tabulka 13 - Vývoj pojistného v Rakousku v milionech eur (vlastní)

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>Životní pojištění</i>	6 988	6 516	6 499	6 754
<i>Neživotní pojištění</i>	9 464	9 775	10 100	10 389

### 8.3.2 Fundamentální analýza Vienna Insurance Group AG

Skupině VIG se řadu let dařilo držet růstové atributy jak v hrubém předepsaném pojistném, tak také v ziskovosti. Značný pokles přišel v roce 2013, kdy negativní vliv na ziskovost měla především ztráta italské divize dceřiné pojišťovny Donau, která restrukturalizovala portfolio produktů v oblasti pojištění automobilů. Na pokles pojistného se potom podílel polský trh, kde zase probíhala redukce krátkodobých produktů a jednorázových produktů. Další jednorázový efekt znamenalo oslabení české koruny, které se projevilo především v roce 2014. V posledních letech se hospodaření VIG dostává pod tlak také z důvodu nízkých úrokových měr na trhu. Ačkoliv se mezi lety 2011 a 2014 pojistně technické rezervy zvýšily o 14 %, docházelo k mírnému poklesu výnosů z nich. Tento pokles je pomalý zejména z důvodu investic do dlouhodobých cenných papírů s pevným výnosem. Při stagnaci současné tržní situace je riziko dalšího snižování ziskovosti reálné. (VIG, © 2016)

Tabulka 14 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu VIG v milionech eur (vlastní)

	2011	2012	2013	2014
<b>Hrubé předepsané pojistné</b>	8 884	9 686	9 219	9 146
<b>Zisk po zdanění</b>	407	446	235	367
<b>Zisková marže</b>	4,6 %	4,6 %	2,5 %	4 %
<b>ROE</b>	11,1 %	10,9 %	6,7 %	10,1 %
<b>ROA</b>	1,41 %	1,33 %	0,85 %	1,17 %

Kromě zmíněných hlavních trhů se podařila restrukturalizace portfolia produktů také v Rumunsku, kde se po letech ztrát skupina v roce 2014 konečně dostala do zisku a díky tomu je na všech pěti důležitých trzích zisková. Souhrnně na dalších trzích docházelo v posledních letech k dvojcifernému růstu, dařilo se především v Albánii a v Bosně a Hercegovině. (VIG, © 2016)

Tabulka 15 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v eurech (vlastní)

	2012	2013	2014	14. 10. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku</b>	40,4	36,2	37,1	28,5
<b>EPS</b>	3,01	1,57	2,75	2,75
<b>Hrubé dividendy</b>	1,2	1,3	1,4	1,4
<b>Výplatní poměr</b>	40 %	83 %	51 %	51 %
<b>Dividendový výnos</b>	3 %	3,6 %	3,8 %	5,1 %
<b>P/E</b>	13,4	23,1	13,5	10,4

Zatímco v minulých letech se z pohledu fundamentální analýzy mohla zdát společnost drahá, zklamání po zveřejnění hospodářských výsledků za rok 2014 způsobilo, společně se zhoršenými výsledky za první pololetí 2015, pokles ceny akcií na nejnižší úroveň od roku 2011. I za předpokladu mírného poklesu zisku však lze očekávat zachování dividendové politiky, která by při pokračování růstu o 10 centů ročně znamenala výplatu 1,5 eur, což se rovná 5,3 % dividendovém výnosu.

### Závěrečné hodnocení

Jedná se o zdravou společnost s relativně stabilním hospodařením v posledních letech. Výhodou představuje také diverzifikace na celkem 25 trzích střední a východní Evropy. Zajímavá

je i štedrá dividendový politika, kdy společnost zvyšuje dividendu nepřetržitě od roku 2009. I přes rizika v podobě stagnace segmentu pojišťovnictví na klíčových trzích a nízké tržní úrokové míry, hodnotím pád pod cenovou hladinu 30 eur za akcii za neopodstatněný.

## 8.4 Volkswagen AG Group

Společnost Volkswagen byla založena v Německu již v roce 1937. Hlavní idea, kterou pro-sazoval především Adolf Hitler, spočívala ve výrobě vozu, který by si mohl dovolit obyčejný člověk a odkud pochází název „lidové vozítko“. Dnes pod automobilový koncern Volkswagen spadají také značky Audi, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Seat, Porsche, Škoda, Scania, Man a Ducati. Za rok 2014 skupina Volkswagen vyrobila přes 10 milionů automobilů, což ji řadí na první místo na světě, její obrat činil 202,5 mld. euro a zaměstnávala téměř 600 tisíc lidí. (Wikipedia, 2016)

Skupina Volkswagen je z 31,5 % vlastněna holdingem Porsche, tento holding má však ma-joritní podíl na hlasovacích právech. 28,4 % vlastní investoři z řad různých institucí, 15,4 % drží Qatar holding, 12,4 % vlastní Dolní Sasko a o zbylých 12,3 % se dělí soukromí investoři. (Volkswagen, 2015)

### 8.4.1 Analýza automobilového průmyslu na klíčových trzích Volkswagenu

Pokud budeme brát všechny druhy motorových vozidel dohromady, mezi lety 2005 a 2014 se celosvětová produkce zvýšila přesně o třetinu. V absolutních číslech se jedná o růst z téměř 66 milionů na 88 milionů vozidel. Celosvětový relativně stabilní růst přerušily pouze roky 2008 a 2009 poklesem v každém roce o zhruba 4 %. Globální růst produkce vozidel byl tažen zejména poptávkou v Asii, kde mezi lety 2005 a 2014 vzrostla produkce na více než dvojnásobek, konkrétně z 20,4 milionů na 42,5 milionů vozů. Hlavní podíl na růstu měla zejména Čína, které v této analýze ještě bude věnována bližší pozornost. Sám Volkswagen ve svých přehledech pro investory uvádí predikce celosvětového růstu prodeje vozidel mezi lety 2014 a 2018 na 11 %. (OICA, © 2016; Volkswagen, 2016)

### Evropská unie

Podle Mezinárodní organizace výrobců motorových vozidel (OICA) bylo v roce 2014 pro-dáno v Evropské unii celkem 14,47 milionů vozidel, což činí v celosvětovém měřítku 16,5 %. Historicky největší prodeje na území EU byly v roce 2007, kdy se prodalo 18,35 milionů vozidel, od té doby po zásahu finanční krize prodeje každoročně padaly. Nejnižší objem prodeje byl v roce 2013 na úrovni 13,6 milionů. Rok 2014 tedy znamenal růst přes 6 %,



v průběhu roku 2015 potom růst prodejů přidal a v prvním pololetí dosahoval hodnoty 8,2 %. (ACEA , © 2015; OICA, © 2016)

Na číslech prodejů vozidel je jasně vidět, které evropské země byly zasaženy finanční a dluhovou krizí spojenou s vládními škrty. Zatímco Německo již předkrizové prodeje dohnalo, například v Itálii se v roce 2007 prodalo téměř 2,8 milionů vozidel, zatímco v roce 2014 to bylo o zhruba 1 milion méně. (OICA, © 2016)

Vzhledem k vysokému rozdílu v počtu prodaných vozidel mezi předkrizovými roky a rokem 2014 se zde nabízí značný prostor pro růst prodejů v následujících letech, především v souvislosti s predikovaným ekonomickým oživením Eurozóny.

Evropský trh si podle dat Evropské asociace výrobců automobilů (ACEA) dělily v roce 2014 tyto automobilky:

- Skupina Volkswagen – 25,5 %
- Skupina Renault – 9,5 %
- Ford - 7,3 %
- Skupina Opel – 7,3 %
- Skupina BMW – 6,4 %
- Skupina Fiat – 5,9 %
- Daimler – 5,4 %
- Toyota – 4,3 %

Dominance koncernu Volkswagen se přitom meziročně zvýšila o 0,4 procentní body.

Ekonomika Evropské unie je přitom na automobilovém průmyslu značně závislá, podle dat ACEA bylo v roce 2014 na tento sektor přímo navázáno 12,1 milionů pracovních míst, což činí 5,6 % všech zaměstnaných v EU. (ACEA , © 2015)

### **Spojené státy americké**

Zatímco v Evropské unii se prodeje motorových vozidel propadaly postupně až do roku 2013, ve Spojených státech mezi lety 2007 a 2009 přišel strmý pád prodejů o téměř 36 % a od následujícího roku docházelo ke stabilnímu růstu, v roce 2014 prodeje překonaly rok 2007. V roce 2014 prodeje činily 16,52 milionů vozidel, což se v globálním měřítku rovná 18,8 %. Americká ekonomika tak potvrzuje fakt, že se z finanční krize vymanila daleko lépe, než Evropská unie.

V květnu 2015 byly potom tržní podíly jednotlivých automobilek následující:

- General Motors – 16,2 %
- Ford – 15,2 %
- Chrysler – 12,5 %
- Toyota – 14,6 %
- Honda – 8,2 %
- Nissan – 9,4 %
- Hyundai – 4,9 %

Jak je vidět, evropským automobilkám se na trhu v USA příliš nedaří, koncern Volkswagen zde dosahuje tržní podíl přibližně 3,3 %. (WSJ, © 2016)

### Čína

Velký nárůst středně příjmové skupiny obyvatelstva v této zemi způsobil značnou poptávku po motorových vozidlech. Mezi lety 2005 a 2014 vzrostl počet prodaných automobilů více než čtyřnásobně na 23,5 milionů vozidel, což je v globální měřítku 26,7 % všech prodaných vozidel. Vzhledem k ekonomickému růstu Číny lze očekávat pro příští roky další nárůst prodeje, s ohledem na často zmiňované zpomalování tamní ekonomiky však nelze očekávat udržení dvojciferného tempa posledních let. (OICA, © 2016)

Na čínském trhu se kromě velkých zavedených značek prosazují také domácí výrobci, kteří se podle některých odhadů podílejí na tamním trhu zhruba třetinovým podílem. Na čínském trhu v roce 2014 kraloval koncern Volkswagen, který je zde zastupován kromě hlavní značky, také Škodou, Audi a importovanými luxusními značkami. V daném roce se koncernu podařilo v Číně prodat 3,7 milionů vozidel, což činí 15,6 % podíl na tamním trhu, největší konkurent v podobě amerického General Motors ve stejném období prodal 3,54 milionů vozidel, což představuje tržní podíl 15,1 %. (GM, © 2016; OICA, © 2016; Volkswagen, 2016)

#### 8.4.2 Fundamentální analýza Volkswagen AG Group

Jak již bylo řečeno, skupina Volkswagen se v roce 2014 stala světovou jedničkou v počtu vyrobených automobilů, když díky meziročnímu růstu 5 % vyrobila 10,2 milionu vozidel, z toho 9,5 milionu osobních automobilů a 0,7 milionu užitkových vozidel. Výsostné postavení drží skupina v Evropě, kde v roce 2014 dodala 4,4 miliony vozidel a konkrétně v Evropské unii držela 25,5 % trhu. Dobou pozici v Číně v průběhu roku 2014 společnost ještě

vylepšila, když rostla o 12,4 %, zatímco prodeje na tamním trhu se zvýšily pouze o 6,9 %. (ACEA , © 2015; OICA, © 2016; Volkswagen , 2016)

Skupina Volkswagen dokázala zejména díky oživení na klíčovém evropském trhu mezi lety 2009 a 2014 téměř zdvojnásobit své tržby. Následující tabulka ukazuje jejich vývoj za poslední 4 roky, je nezbytné upozornit, že kromě čistého zisku zde není vyjádřeno hospodaření v Číně.

Čínský trh je specifický v tom, že zahraniční společnosti zde musí zakládat společné podniky s místními subjekty. Skupina Volkswagen zde má celkem tři společné podniky:

- Volkswagen Automotive Company (FAW) – 40 % podíl
- Shanghai-Volkswagen Automotive Company – podíl 50 %
- SAIC-Volkswagen Sales Company – podíl 30 %

První jmenovaná společnost v Číně vyrábí automobily značky Volkswagen a Audi, druhá jmenovaná vyrábí značky Volkswagen a Škoda a společnost SAIC je pouze prodejní. Následující tabulka ukazuje inkaso dividend ze všech tří společných podniků v Číně.

Tabulka 16 – Suma dividend inkasovaných koncernem Volkswagen z Číny

	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Dividendy v mld. euro</i>	0,8	1,2	2	2,8	3

Pro srovnání, v roce 2014 vyplatily všechny tři společnosti dividendy v hodnotě 6,7 mld. eur, ze zisku 8,5 mld. eur, což činí výplatní poměr téměř 80 %. (Volkswagen, 2015)

Čistý zisk po zdanění byl v letech 2011 a 2012 značně ovlivněn vypořádáním při slučování Volkswagenu s Porsche, proto je pod těmito hodnotami uveden provozní zisk, který má v tomto případě lepší vypovídací hodnotu, následně byla z provozního zisku vypočítána také zisková marže. V posledních letech docházelo vlivem značného růstu skupiny k nárůstu zadlužení, které podnik vyvažoval růstem vlastního kapitálu, takže míra celkové zadluženosti zůstávala stejná.

Tabulka 17 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Volkswagenu  
v miliardách eur (vlastní)

	2011	2012	2013	2014
<b>Tržby</b>	159,3	192,7	197	202,5
<b>Zisk po zdanění</b>	15,4	21,7	9,1	10,8
<b>Provozní zisk</b>	11,3	11,5	11,7	12,7
<b>Provozní zisková marže</b>	7,1 %	6 %	5,9 %	6,3 %
<b>ROE</b>	26,8 %	28 %	10,4 %	12 %
<b>ROA</b>	4,4 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %
<b>Celková zadluženost</b>	77 %	75 %	73 %	74,4 %

Spolu s rostoucími ukazateli tržeb a zisku docházelo v posledních letech také k růstu cen akcií společnosti. I přesto s výjimkou začátku roku 2015, kdy se akcie obchodovaly i nad 240 eur, lze považovat akcie z fundamentálního hlediska za levné. Ukazatel P/E málokdy překročil hodnotu 10, účetní hodnota společnosti byly potom často nižší, než tržní cena. Automobilové společnosti však bývají oceněny relativně níže, než je tržní průměr, a to z důvodu obrovských fixních nákladů a citlivosti na hospodářský cyklus.

Dividendová politika byla v uplynulých letech značně konzervativní, jak již bylo zmíněno, společnost byla nucena ke značným investicím, které pokrývala jak cizími zdroji, tak také vlastním kapitálem. Ve výroční zprávě potom společnost ve strategickém výhledu do roku 2018 mluví o 30 % výplatním poměru. (Volkswagen, 2016)

Tabulka 18 – Vybrané ukazatele kapitálového trhu v eurech (vlastní)

	2012	2013	2014	19. 10. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku v eurech</b>	162,8	196,9	180,1	118,6
<b>EPS v eurech</b>	46,4	18,6	21,8	21,8
<b>Hrubé dividendy v eurech</b>	3,5	4	4,8	4,8
<b>Výplatní poměr</b>	7,5 %	21,5 %	22 %	22 %
<b>Dividendový výnos</b>	2,2 %	2 %	2,7 %	4 %
<b>P/E</b>	3,5	10,6	8,3	5,4
<b>P/S</b>	0,4	0,47	0,42	0,27
<b>P/BV</b>	0,95	1,02	0,91	0,6

V září 2015 vypukla tzv. aféra dieseldgate, kde byla společnost nucena přiznat falšování emisních testů u některých naftových motorů. Následkem hrozící pokuty 18 mld. dolarů v USA a pošramocená pověst německé precizní firmy spadly během několika dní akcie společnosti až o 40 %, do čela koncernu byl následně zvolen dosavadní ředitel Porsche. Vzhledem k číslům za předchozí období se tak akcie společnosti staly až extrémně levnými.

Srovnání s hlavním konkurentem nejen na čínském trhu, ale také na pozici světové jedničky výroby motorových vozidel, společností General Motors, nabízí následující tabulka. Volkswagen je po cenovém pádu ve všech ohledech výhodnější koupě, kromě vyšší ziskové marže má také díky nižšímu zadlužení nižší hodnotu ukazatele P/BV.

Tabulka 19 – Srovnání vybraných ukazatelů Volkswagenu a General Motors

	<b>Dividendový výnos</b>	<b>P/E</b>	<b>P/S</b>	<b>P/BV</b>
<i>VW</i>	5,4 %	5,4	0,27	0,6
<i>GM</i>	3,6 %	19	0,34	1,4

### **Závěrečné hodnocení**

Případná investice do Volkswagenu se před uzavřením soudních sporů a analýze vlivu aféry na image značky dá označit za mírnou spekulaci. Přesto se jedná o příležitost, jak koupit velmi levně společnost, která vykazuje stabilní výsledky a stává se lídrem na trhu. Vliv aféry na budoucí směřování společnosti by měl být nižší, než je prezentováno. Postižené motory totiž už v době vypuknutí aféry neobsahovaly zakázaný software a především málokdo si vybírá automobil podle jeho emisí CO<sub>2</sub>, případnou pokutu by mohlo snížit přiznání viny a spolupráce společnosti s úřady, výhodou potom může být rozdělení koncernu na více značek. Případnou pošramocenou pověst by měla v budoucí době kompenzovat silná pozice na růstových trzích v Evropě a Číně. Navíc značný nárůst vlastního kapitálu a procentuální snížení zadluženosti v minulých letech by mohlo společnosti vytvořit dostatečný finanční polštář. Vzhledem k výše zmíněnému hodnotím propad akcií za přehnaný.

## **8.5 International Business Machines Corporation**

Ačkoliv se jedná o technologickou společnost, její historie překvapivě sahá již do roku 1888. Tehdy vyráběla předměty denní potřeba, jako váhy nebo třeba automatické kráječe masa. Přejmenování na dnešní název proběhlo až v roce 1924, kdy se dále zaměřovala na zpracování tzv. děrných štítků, což je předchůdce dnešních datových uložitelů. V průběhu 20. století

byla jedním z průkopníků v oblasti sálových i osobních počítačů. Dnešní IBM se zaměřuje kromě počítačového hardwaru také na software a další služby. (Wikipedia, 2016)

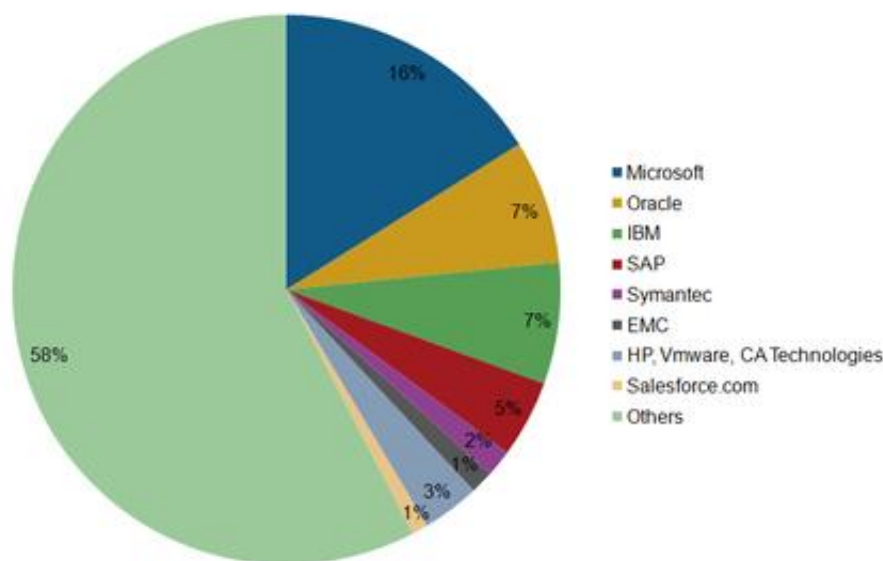
Největším současným akcionářem společnosti je Warren Buffett, který prostřednictvím fondu Berkshire Hathaway drží podíl 14,19 %. (Nasdaq, 2016)

### 8.5.1 Analýza odvětví podnikového softwaru

Odvětvová analýza je u společnosti IBM s ohledem na mimořádně široké spektrum služeb velmi obtížná. Společnost nabízí kromě vývoje a distribuce hardwaru a softwaru také mnoho dalších služeb, jako například IT konzultační služby, zabezpečení dat, platební bránu, analýzu dat, nebo třeba platformu pro digitální marketing. (IBM, © 2016)

Z této palety služeb však lze vyzdvihnout oblast vývoje a distribuce softwaru. Právě prodej vlastních softwarových řešení se v roce 2014 podílel na ziskovosti společnosti 48,5 %, příkladem takových produktů je software pro řízení vztahů s dodavateli, správa podnikového marketingu a mnoho dalších. (IBM, © 2016)

Následující graf vychází z dat výzkumné a poradenské společnosti Gartner, která se právě na oblast IT služeb zaměřuje. V žebříčku celosvětového prodeje softwaru jasně vede s 16% podílem na trhu společnost Microsoft, druhé místo zaujímá rovněž americká společnost Oracle, následovaná IBM a německou společností SAP. (Market Realist, © 2014)



Obrázek 18 – Globální tržní podíly v oblasti prodeje softwaru za rok 2013 (Market Realist, © 2014)

Následující tabulka potom ukazuje tržby z prodeje softwaru firemní klientele. Jak je vidět, po odečtení prodeje koncovým zákazníkům se náskok Microsoftu snížil, přesto je v tomto ohledu jedničkou na trhu. Za předpokladu stejné metodiky výpočtu lze usuzovat, že nejvyšší efektivitu na tomto trhu vykazuje společnost IBM s hrubou marží téměř 89 %. Zatímco tržby konkurentů na tomto trhu rostou, stagnující čísla u IBM mohou hovořit o probíhající transformaci společnosti do ziskovějších oblastí.

Tabulka 20 – Tržby v mld. dolarů a hrubé marže vybraných společností z prodeje softwaru firemní klientele (vlastní)

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Microsoft</b>	-	41,8	45,3	49,6
	-	83,9 %	82 %	81,6 %
<b>Oracle</b>	24,1	26,2	27,9	29,2
	75,8 %	74,7 %	74,9 %	74 %
<b>IBM</b>	24,9	25,4	25,9	25,4
	88,5 %	88,7 %	88,8 %	88,6 %
<b>SAP</b>	11,3	13,2	15,3	16,3
	81 %	81 %	81 %	81 %

### 8.5.2 Fundamentální analýza IBM

Společnost IBM se od jara 2013, kdy se její akcie obchodovaly přes 200 dolarů za kus, potýká s propadem hodnoty. Jedním z důvodů je nenaplnění smělých plánů, prezentovaných v posledních letech, na růst provozního zisku na hodnotu 20 dolarů na akcii, přičemž v roce 2014 se tento zisk pohyboval pouze na úrovni 16,53 dolarů. (IBM, © 2016)

Dalším důvodem je pokles tržeb, který nejlépe dokládá částečnou transformaci společnosti na nové části trhu. Společnost postupně utlumuje své působení na poli hardwaru, což dokládají i dva prodeje v roce 2014. Společnost prodala svoji serverovou x86 divizi firmě Lenovo, se kterou má mimochodem smlouvy na poskytování softwaru. Další velký prodej divize Microelectronics proběhl ve prospěch gigantu GlobalFoundries. (IBM, © 2016)

Společnost se chce do budoucna zaměřit na segment cloudových služeb, analytiky, mobilních aplikací a ochranu dat. Zatímco v roce 2009 se na tržbách společnosti podílely tyto nové služby pouze 13 %, v roce 2014 už to bylo 27 %, v absolutních číslech 25 mld. dolarů. Je nutné dodat, že z toho 17 mld. dolarů tvoří analytické oddělení, které je díky superpočítači

Watson schopno zpracovávat také nestrukturalizovaná data. Nejvíce si potom společnost zakládá na cloudových službách, které vykázaly tržby 7 mld. dolarů s meziroční růstem 60 %. V této oblasti také společnost v posledních letech odkoupila 18 firem za 8 mld. dolarů. Například mobilní divize vykázala trojnásobný nárůst tržeb, díky strategickému partnerství s firmou Apple. (IBM, © 2016)

Příklon k novým segmentům trhu s vysokou přidanou hodnotou také zvýšil provozní ziskovou marži společnosti na 21,6 % v roce 2014. V následující tabulce si lze všimnout razantního poklesu zisku po zdanění, který byl však značně ovlivněn mimořádným odpisem prodané divize Microelectronics, proto je uveden také provozní zisk. Vysoký nárůst rentability vlastního kapitálu je potom způsoben poklesem vlastního kapitálu z vlivem programu zpětného odkupu akcií. Mírný dopad má také silný dolar, jelikož společnost generuje nadpoloviční většinu tržeb v zahraničí. (IBM, © 2016)

Tabulka 21 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu IBM v miliardách dolarů (vlastní)

	2011	2012	2013	2014
<b>Tržby</b>	106,9	104,5	99,8	92,8
<b>Zisk po zdanění</b>	15,9	16,6	16,5	12
<b>Provozní zisk</b>	21,4	22,5	20,2	20
<b>Provozní zisková marže</b>	20 %	21,5 %	20,2 %	21,6 %
<b>ROE</b>	78,7 %	87,5 %	72 %	100 %
<b>ROA</b>	13,6 %	13,9 %	13,1 %	10,2 %

I přes pokles ziskovosti v letech 2013, 2014 a ve třech čtvrtletích 2015 se nepromítá do ukazatele EPS tolik dramaticky zejména díky programu zpětného odkupu akcií. Společnost mezi lety 2012 a 2014 odkoupila zhruba 206 milionů akcií za téměř 40 mld. dolarů. Pro porovnání, v současné době je na burze téměř 961 milionů kmenových akcií. Společnost se také drží dlouhodobé politiky zvyšování sumy vyplácených dividend, v současné době vyplácí 1,3 dolaru na akcii čtvrtletně a vzhledem k nízkému výplatnímu poměru se dá očekávat další nárůst. Díky výše zmíněnému se hodnota společnosti v listopadu 2015 propadla na nejnižší hodnoty od roku 2010. Dynamický ukazatel P/E tak v tu dobu ukazoval hodnotu 9,6. Čísla v posledním sloupci tabulky jsou součtem předcházejících 4 čtvrtletí. (IBM, © 2016; Nasdaq, 2016)



Tabulka 22 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní)

	2012	2013	2014	5. 11. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku</b>	191,6	187,6	160,4	140,1
<b>Provozní EPS</b>	15,3	16,3	16,5	14,1
<b>EPS v dolarech</b>	14,7	15,3	15,6	14,6
<b>Hrubé dividendy</b>	3,3	3,7	4,25	5,2
<b>Výplatní poměr</b>	23 %	25 %	35 %	36 %
<b>Dividendový výnos</b>	1,7 %	2 %	2,6 %	3,7 %
<b>P/E</b>	13,2	12,4	13,4	9,6

Srovnání vybraných ukazatelů s hlavními konkurenty v oboru vystihuje, do jaké míry má trh rád růstové společnosti. Zatímco všichni konkurenti vykazují v posledních letech alespoň mírný růst, společnost IBM je vlivem zhoršených výsledků značně diskontována, o čemž vypovídají ukazatele nejnižší hodnoty u ukazatelů P/S i P/E. Zadlužení společností zde není uvažováno, jelikož nejvyšší hodnoty vykazuje právě IBM, což v porovnání s masivním programem zpětného odkupu akcií zní úsměvně.

Tabulka 23 – Srovnání základních ukazatelů IBM s konkurenty (vlastní)

	<b>Provozní marže</b>	<b>P/S</b>	<b>P/E</b>	<b>Dividendový výnos</b>
<i>IBM</i>	21,1 %	1,7	9,6	3,7 %
<i>Microsoft</i>	19,7 %	4,8	36,5	2,6 %
<i>Oracle</i>	34,6 %	4,5	19,3	1,5 %
<i>SAP</i>	21,6 %	4,6	28,6	1,5 %

### Závěrečné hodnocení

I přes několikaletý pokles tržeb a sníženou ziskovost hodnotím budoucnost společnosti pozitivně. Různorodost podnikání, obrovská ekonomická síla a zákaznická základna v podobě největších světových společností poskytuje důvěru, že se postupná transformace do nových, vysoce růstových segmentů podaří. Pokračující technologickou dominanci dokládají také údaje o počtu nově registrovaných patentů v USA, kde IBM kraluje s počtem 7 355 nových patentů, před druhým Samsungem s 5072 novými patenty. Vedení v tomto žebříčku přitom IBM udržuje již 23 let v řadě. (Business Insider, © 2016)

## 8.6 Wal-mart Stores, Inc.

Počátky společnosti sahají do roku 1962, kdy Sam Walton založil první obchod v Arkansasu, do pěti let firma expandovala na 24 obchodů v témže státě. Dnešní nadnárodní společnost Wal-mart vlastní přes 11 500 obchodů v 27 zemích světa, honosí se titulem největší společnosti na světě podle obrátu a je součástí prestižního indexu Dow Jones. Rodina zakladatele dodnes vlastní přes 50 % společnosti, do roku 2005 dokonce 5 členů rodiny patřilo mezi 100 nejbohatších Američanů. (Nasdaq, 2016; Wikipedia, 2016)

### 8.6.1 Analýza maloobchodního trhu v USA

Přestože působí v celkem 27 zemích světa, při započítání dceřiné společnosti Sam's Club, generuje společnost Wal-mart zhruba 70 % svých tržeb na území Spojených států. (Wal-mart 2016)

Pokud vezmeme údaje z U.S. Department of Commerce, v roce 2011 dosahovaly po sezónním očištění (nikoliv inflačním) celkové maloobchodní tržby v USA zhruba 4 155 mld. dolarů. V roce 2014 potom dosahovaly úrovně 4 680 mld. dolarů, ve sledovaném tříletém horizontu tedy rostly o 12,6 %. Zajímavější je ale porovnání internetového prodeje, kde došlo ve stejném období k nárůstu ze 194 mld. dolarů na 302 mld. dolarů, v procentuálním vyjádření je to 56% růst. Podíl internetových prodejů na celkovém objemu maloobchodu se tak ve sledovaném období zvýšil ze 4,7 % na 6,5 %. (U.S. Department of Commerce, 2016)

Podle odhadů marketingové agentury eMarketer by měl v příštích letech růst internetového prodeje ve spojených státech pokračovat i nadále dvojčíferným číslem, i když by měl růst pomalu zpomalovat. V roce 2018 by měl podíl internetového prodeje dosáhnout 8,9 %. (eMarketer, © 2014)

### 8.6.2 Fundamentální analýza Wal-mart Stores, Inc.

Ačkoliv ve sledovaném období mezi lety 2011 a 2014 vzrostly tržby společnosti na americkém trhu o 9,4 %, při růstu maloobchodních tržeb na tamním trhu o 12,6 % svůj podíl spíše ztrácela. Za dlouhodobě hlavní hrozbu poklesu tržeb lze označit společnost Amazon s tržbami na americkém trhu ve výši 55,5 mld. dolarů v roce 2014, která na americkém trhu roste v posledních letech o zhruba 20 % ročně, další hrozbou může být rozpínavost německého řetězce Aldi. Právě sílící konkurence v posledních letech stlačila provozní ziskovou marži společnosti o půl procentního bodu, proto i přes růst tržeb došlo v roce 2014 k poklesu ziskovosti. Ačkoliv je Wal-mart označován za internetovou dvojku na americkém trhu a

vzhledem k výdajům na e-commerce mu nelze upřít snahu, jeho internetové tržby dosahovaly v roce 2014 čísla pouhých 10 mld. dolarů, 2,1 % celkových tržeb, i když se slušným meziročním růstem 30 %. Nižší růst na americkém trhu byl však kompenzován zahraniční expanzí, kde mezi lety 2011 a 2014 otevřel téměř 2000 nových provozoven. (Wal-mart, 2016)

Tabulka 24 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Wal-martu v miliardách dolarů (vlastní)

	2011	2012	2013	2014
<b>Tržby</b>	421	447	469	476
<b>Zisk po zdanění</b>	16,4	15,7	17	16
<b>Provozní zisková marže</b>	6,1 %	5,9 %	5,9 %	5,6 %
<b>ROE</b>	23,9 %	22 %	22,3 %	21,1 %
<b>ROA</b>	9,1 %	8,8 %	8,9 %	8,1 %

V průběhu roku 2015 následoval propad cen akcií, když trh reagoval na čtvrtletní výsledky hospodaření, kde společnost oznamovala stagnaci a propad ziskovosti. Zhoršené hospodaření v letech 2014 a 2015 bylo v ukazateli EPS zmírněno programem na zpětný odkup akcií. Mezi lety 2012 a 2014 společnost například vynaložila přes 20 mld. dolarů na odkup asi 318 milionů akcií, za tři roky tak odkoupila téměř desetinu všech svých akcií. Při ceně kolem 57 dolarů se nabízí zajímavý dividendový výnos 3,4 %, který do budoucna bude dál růst, vzhledem k nízkému výplatnímu poměru, stabilitě společnosti a historické zajímavosti, kdy společnost navyšuje dividendu nepřetržitě již od roku 1974. (Wal-mart, 2016)

Tabulka 25 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní)

	2012	2013	2014	16. 11. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku</b>	68,2	78,7	85,9	57,25
<b>EPS</b>	4,5	5	4,9	4,7
<b>Hrubé dividendy</b>	1,46	1,59	1,88	1,92
<b>Výplatní poměr</b>	32 %	32 %	38 %	41 %
<b>Dividendový výnos</b>	2,1 %	2 %	2,2 %	3,4 %
<b>P/E</b>	15,2	15,7	17,5	12,2

Ve srovnání s hlavními konkurenty vychází Wal-mart, kromě provozní marže, nejlépe. Poslední tři ukazatele jsou ovlivněny tržní cenou akcie, do které jsou na trhu značně zakomponovány růstové charakteristiky. Pokud vezmeme za reprezentativní ukazatel v tomto segmentu tržby, potom mezi lety 2011 a 2015 rostly následovně – Wal-mart + 15 %, Costco + 31 %, Target + 9 % a Amazon přidal 123 % tržeb. V absolutních číslech však Wal-mart předčil všechny tři konkurenty, dokonce i Amazon, který lze hodnotit v mnoha ohledech jako jednu z nejvíce předražených firem současnosti. Nízká hodnota ukazatele price-to-sales v kombinaci s provozní marží naznačuje také nejlepší poměr ceny akcie a ziskovosti.

Tabulka 26 – Srovnání základních ukazatelů Wal-martu s konkurenty (vlastní)

	<b>Provozní marže</b>	<b>P/S</b>	<b>P/E</b>	<b>Dividendový výnos</b>
<i>WalMart</i>	5,3 %	0,37	12,2	3,4 %
<i>Costco</i>	3,1 %	0,59	29,4	1 %
<i>Target</i>	6,7 %	0,59	16,1	3 %
<i>Amazon</i>	1,7 %	3	938,8	-

### Závěrečné hodnocení

Přestože je společnost Wal-mart známá nízkými cenami, díky obrovským objemům prodeje a pověstně propracované logistice dokáže generovat solidní a především stabilní ziskovost. Ačkoliv značnou část prodeje tvoří potraviny, které nejsou příliš citlivé na hospodářské cykly, možná právě díky pověsti nízkých cen prošla finanční krizí bez jakékoli ztráty, dle grafu vývoje cen akcií, ani dle finančních ukazatelů bychom rok 2009 za krizový neoznačili. Expanze Amazonu bude v budoucnu mnohem větším rizikem pro menší konkurenci, než pro Wal-mart, který má kromě infrastruktury také obrovskou ekonomickou sílu a na poli internetového prodeje již mohutně investuje. Pokračující expanze do zahraničí by v příštích letech měla přinášet další růst. Vzhledem k výše zmíněnému, hodnotím reakce trhu za přehnané a akcie na úrovni 57 dolarů za značně podhodnocené.

### 8.7 HSBC Holdings plc

Celým názvem the Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited byla založena již v roce 1865 v Hongkongu. Po spojení s britskou Midland Bank v roce 1992 následovalo přejmenování na současný název a především přesun sídla společnosti do Londýna. Dnes

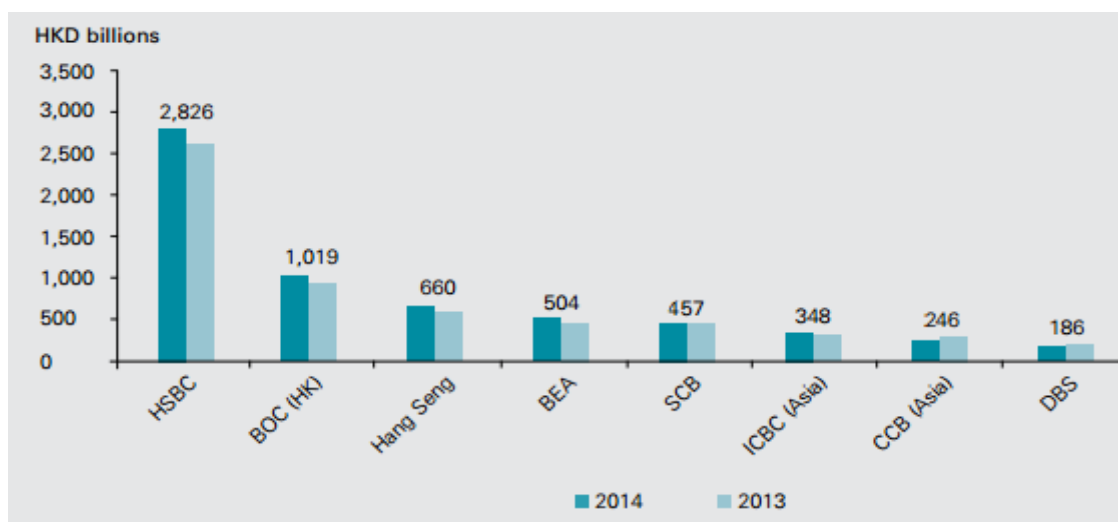
má HSBC na 6000 poboček v 71 zemích světa, kde obsluhuje celkem 47 milionů zákazníků a patří mezi největší banky světa. (HSBC, © 2016)

Akcie společnosti se obchodují na burzách v Londýně, Hong Kongu, Paříži, Bermudách a New Yorku, přičemž na poslední jmenované burze se obchodují tzv. American depository receipts (ADR), které zahrnují 5 primárních akcií.

### 8.7.1 Analýza bankovního trhu v Hong Kongu

Ačkoliv je trh v Hong Kongu pro HSBC až druhý v pořadí co do objemu půjček, vzhledem k dlouhodobé minimální ziskovosti na hlavním britském trhu je Hong Kong naprosto klíčový, společnost zde totiž v roce 2014 generovala 43,6 % zisku před zdaněním, dlouhodobě se přitom společnosti na tomto trhu daří, upevňovat si pozici jedničky na tamním trhu, a to jak v oblasti retailového, tak komerčního bankovníctví. Díky až monopolnímu postavení se mezi lety 2011 a 2014 zvýšil zisk před zdaněním na tamním trhu o 40 %, při růstu poskytnutých půjček ve stejném období o 35,8 %. (HSBC, © 2016)

Zatímco díky regulatorním opatřením a ekonomickému zpomalení klesla ziskovost bankovního sektoru mezi lety 2013 a 2014 o 20 %, HSBC si zde připsala 1% nárůst zisku. Podle auditorské společnosti KPMG byly v roce 2014 v Hong Kongu poskytnuty půjčky v hodnotě 7,285 bilionu hongkongských dolarů, HSBC společně s dceřinou Hang Seng tak držela 48 % trhu půjček s meziročním růstem na úrovni trhu. Podle odhadů až třetina půjček však směřovala za hranice Hong Kongu. Mateřská HSBC i Hang Seng dosahovaly nejvyšších čistých úrokových marží na úrovni 1,91 % respektive 1,9 %, průměrná marže byla ve stejném období na úrovni 1,69 %. (HSBC, © 2016; KPMG, 2015)



Obrázek 19 – Poskytnuté bankovní půjčky v Hong Kongu (KPMG, 2015)

### 8.7.2 Fundamentální analýza HSBC Holdings plc

V níže uvedené tabulce si lze všimnout v posledních letech poklesu aktiv banky, banka to zdůvodňuje mimo jiné prodejem nevýdělečných aktiv na trzích v Japonsku, Panamě a Lucembursku, v podrobnějším členění rozvahy si potom lze všimnout zejména poklesu aktiv, která nenesou úrokový výnos. Pokles zisku po zdanění v roce 2012 lze jednoznačně připisovat pokutám, kterým banka čelila především ze strany amerických a britských úřadů za praní špinavých peněz, které management zdůvodnil nedostatečnou kontrolou. Rok 2014 potom byl ve znamení postupné změny orientace na vybrané asijské trhy, zejména Čínu. Banka pravidelně ve výročních zprávách zveřejňuje také upravený zisk před zdaněním, který očišťuje o kurzové vlivy, meziroční změny úrokových sazeb, významnější akvizice další, podle tohoto ukazatele klesl zisk pouze o 0,7 %. Rentabilita vlastního kapitálu je kromě nižší ziskovosti ovlivněna nárůstem vlastního kapitálu, který ve sledovaném období vzrostl o 20 %, což lze hodnotit velmi pozitivně. (HSBC, © 2016)

Tabulka 27 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu HSBC v miliardách dolarů (vlastní)

	2011	2012	2013	2014
<b>Aktiva</b>	2 556	2 693	2 671	2 634
<b>Zisk po zdanění</b>	18	15,3	17,8	14,7
<b>ROE</b>	10,8 %	8,7 %	9,3 %	7,4 %
<b>ROA</b>	0,86 %	0,77 %	0,84 %	0,71 %

Podobně jako u většina konkurence se cena akcií HSBC nevrátila na předkrizovou úroveň, kdy se obchodovala za hodnotu kolem 90 dolarů za akcii. Od dob finanční krize v minulém dekadě se drží úrokové sazby na nízkých číslech, navíc s ne zrovna pozitivním výhledem. To bankám poskytuje malý prostor pro úrokové marže, což tlačí ziskovost a ceny akcií stále níže, svou roli patrně hrají také nízké ceny komodit a potenciál finančních problémů zadlužených těžařských firem. Díky tomu klesly v listopadu 2015 akcie HSBC na úroveň 40 dolarů, tento pokles byl přitom výraznější, než pokles ziskovosti. Ukazatel price to earnings se tak dostal na úroveň 11,3, při vynikajícím dividendovém výnosu a se stále udržitelným výplatním poměrem.

Tabulka 28 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní)

	2012	2013	2014	23. 11. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku</b>	53,1	55,1	47,2	40,6
<b>EPS</b>	3,7	4,2	3,5	3,6
<b>Hrubé dividendy</b>	2,25	2,45	2,5	2,5
<b>Výplatní poměr</b>	61 %	58 %	71 %	69 %
<b>Dividendový výnos</b>	4,2 %	4,4 %	5,3 %	6,2 %
<b>P/E</b>	14,4	13,1	13,5	11,3

V porovnání s konkurenty za poslední 4 čtvrtletí nabízí HSBC nejnižší P/E ratio 11,3, zatímco vybraní konkurenti Bank of America 13,3, Citigroup 12,2 a Wells Fargo 13,4. Na druhou stranu nejnižší je u HSBC podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech, kde i přes zlepšení dosahuje úrovně pouze 7,2 %, v porovnání s americkými konkurenty o zhruba 4 až 5 procentních bodů níže.

### Závěrečné hodnocení

Ze změn rozložení aktiv v posledních letech je jasně vidět směřování banky do Asie. Současná makroekonomická situace v Evropě není bankovnímu sektoru příliš nakloněna, ačkoliv zde banka drží polovinu svých aktiv, v roce 2014 zde zaznamenala téměř nulový zisk. Podíl aktiv na asijském trhu navýšila o 10 % mezi lety 2011 a 2014, na řadě trhů se jí také daří zvyšovat ziskovost. Zejména monopolní postavení v Hong Kongu jí do budoucna bude generovat stabilní zisky. Kombinace štedré dividendové politiky, stabilní ziskovosti, diverzifikace po celém světě, včetně retailového a komerčního bankovníctví a relativně dobrá image banky z ní dělá dlouhodobě atraktivní investici.

## 8.8 Royal Dutch Shell

Původem britské starožitnictví, zabývající se mimo jiné prodejem orientálních mušlí, se v roce 1897 transformovalo do obchodní společnosti Shell Transport. Zájem o oblast těžby ropy vyústil ve spojení s holandskou Royal Dutch Petroleum v roce 1907. Dnes je společnost aktivní ve více než 70 zemích světa, má 93 000 zaměstnanců a těží zhruba 3 miliony barelů ropy denně na pěti kontinentech. (Shell, © 2016)

### 8.8.1 Analýza odvětví těžby ropy

Po několikaletém období, kdy ceny ropy kolísaly téměř výhradně ve fluktuálním pásmu mezi 100 a 120 dolary za barel, rok 2014 byl ve znamení zásadního zvratu. Do konce roku se ropa Brent podívala dokonce pod 60 dolarů za barel a pokračovala v dalším pádu. Jako důvody lze uvést obavy ze zpomalování čínské ekonomiky, nedostatečný ekonomický růst v zemích EU, ale především kartel OPEC v čele se Saudskou Arábií. Tato organizace, která představuje v podstatě oligopolní sdružení zemí vyvážejících ropu, se rozhodla nezareagovat snížením produkce a nechat ceny dál padat. Důvodem je boj o tržní podíl s ostatními producenty ropy, zejména pak s americkými těžaři. Je to právě americká břidlicová ropa, u které jsou odhadované těžební náklady na úrovni 40 až 60 dolarů za barel, v porovnání s některými arabskými zeměmi, jejichž náklady se odhadují i pod 20 dolary za barel.

Snaha ze strany Saudské Arábie o odstranění amerických těžařů z trhu však může ztroskotat na slabších ekonomikách, které jsou na vývozu ropy závislé a nemají výraznější rezervy pro případ poklesů. Zatímco v zemích Perského zálivu se mluví o zavedení DPH, což může naznačovat očekávání nízkých cen ropy i v budoucnu, země jako je Rusko a Venezuela jsou často spojovány s možnou ekonomickou krizí.

Počátkem roku 2016 se cena ropy Brent pohybuje pod hranicí 40 dolarů za barel, ani dohoda OPEC o stropu pro produkci ropy nenastartovala ceny výše v souvislosti s pozvolným vstupem Iránu na trh po ukončení sankcí a zhoršených makroekonomických datech v Číně. Budoucí růst cen ropy je však nevyhnutelný vzhledem k výše zmíněným informacím a predikcím ohledně růstu spotřeby ropy v příštích letech. Například Royal Dutch Shell ve své výroční zprávě za rok 2014 predikuje růst globální poptávky po energiích do roku 2040 o 37 %. (IEA, © 2016; Shell, © 2016)

### 8.8.2 Fundamentální analýza Royal Dutch Shell

Ropný průmysl lze rozdělit na dvě skupiny – tzv. upstream, který zahrnuje průzkum a těžbu ropy a tzv. downstream, který zahrnuje zpracování a distribuci produktů z ropy. Zatímco čistým těžařům může současná tržní situace působit existenční potíže, společnosti zaměřené na zpracování a distribuci ropných produktů mohou využít zvýšené poptávky a krátkodobého dosažení vyšších marží.



Tržby společnosti jsou plně závislé na cenách ropy. Pokles zisku v roce 2013 byl dán především zvýšením nákladů na průzkum a zhoršení situace v Nigérii, kde společnost čelila žalobám kvůli poškození životního prostředí. Následující pokles ziskovosti mezi lety 2014 a 2015 demonstruje nejlépe níže uvedené rozdělení na zisky z těžby a ze zpracování a prodeje ropných produktů. Zatímco těžební část společnosti byla v součtu prvních 3 čtvrtletí 2015 a posledního čtvrtletí 2014 ve ztrátě 5,7 mld. dolarů zejména kvůli ztrátovému třetímu čtvrtletí, kde kromě snížení hrubého zisku musela společnost odepsat aktiva v Kanadě a na Aljašce, zpracovatelské části se však nebývale dařilo a díky ní se společnost udržela v zisku. Pozitivní provozní Cash-flow ukazuje na značnou výši odpisů a dokládá schopnost přečkat dlouhodobě nepříznivou tržní situaci. Po snížení investiční aktivity v roce 2014 vykázala společnost kladné celkové cash-flow ve výši 12 mld. dolarů, případné pozastavení vyplácení dividend by společnosti přineslo úsporu dalších 12 mld. dolarů ročně. (Shell, © 2016)

Tabulka 29 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Shellu v miliardách dolarů (vlastní)

	2012	2013	2014	2015*
<b>Tržby</b>	467	451	421	299
<b>Zisk po zdanění</b>	27	16,5	14,7	1,6
<b>Provozní Cash-flow</b>	46,4	40,4	45	29,8
<b>Zisk z těžby (upstream)</b>	22,2	12,6	15,8	-5,7
<b>Zisk ze zpracování (downstream)</b>	5,4	3,9	3,4	10,2
<b>ROE</b>	15,4 %	9,1 %	8,5 %	0,1 %
<b>ROA</b>	14,9 %	9,8 %	8,5 %	1,4 %

\*obsahuje data za 3 čtvrtletí v roce 2015 a 4. čtvrtletí 2014

Následující tabulka obsahuje, stejně jako u HSBC, údaje přepočtené na tzv. ADR akcii, která v sobě zahrnuje 2 kmenové akcie. Propad ziskovosti v souvislosti s negativním výhledem cen ropy způsobil propad akcií Shellu na nejnižší hodnotu od finanční krize v roce 2009. I přes pokles ceny akcií, nízká ziskovost vyhnala ukazatel P/E do vysokých hodnot. Společnost přesto hodlá i nadále udržovat stejnou výši dividend, jak ostatně ukázala již v roce 2009. Ukazatel Price to book value díky propadu cen akcií spadl na hodnotu 1,15, což vzhledem k historicky výborné ziskovosti a dobrému povědomí o značně, hodnotím jako známku podhodnocení společnosti. (WSJ, © 2015)

Pokud se však pokusíme očistit zmíněné mimořádně ztrátové 3. čtvrtletí 2015 a dosadíme stejné odpisy, jako v předchozích čtvrtletích, dostaneme se na zhruba 2,3 dolarový zisk na akcii, což odpovídá P/E na úrovni relativně rozumných 19,6.

Tabulka 30 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní)

	2012	2013	2014	8. 12. 2015
<b>Cena akcií ke konci roku</b>	71,5	74,9	69,4	45,15
<b>EPS</b>	8,52	5,2	4,72	0,46
<b>Hrubé dividendy</b>	3,42	3,56	3,72	3,76
<b>Výplatní poměr</b>	40 %	68 %	79 %	817 %
<b>Dividendový výnos</b>	4,8 %	4,8 %	5,4 %	8,3 %
<b>P/E</b>	8,4	14,4	14,7	98,2
<b>P/BV</b>	1,77	1,76	1,79	1,15

V porovnání vybraných ropných společností vychází patrně nejhůř společnost British Petroleum, která kromě současné vysoké ztráty, má také nejvyšší celkovou zadluženost. Pokud bychom očistili výsledky společnosti Shell o zmíněné třetí čtvrtletí, dostali bychom tři srovnatelné společnosti, zadluženost má nejnižší Chevron, poměr ziskovosti a ceny akcie potom hraje ve prospěch společnosti Exxon Mobil, které se podařilo velmi dobře seškrtat náklady a její ziskovost je ze sledovaných společností nejméně postižená poklesem cen ropy, ziskovost však každým kvartálem klesá. Ukazatel P/BV zde výborně prezentuje propady ziskovosti společností, dividendová politika ze strany Shellu je potom již tradičně štědrá.

Tabulka 31 – Srovnání základních ukazatelů Shellu s konkurenty (vlastní)

	<b>Celková zadluženost</b>	<b>P/E</b>	<b>P/BV</b>	<b>Dividendový výnos</b>
<i>Shell</i>	52,1 %	98,2	1,15	8,3 %
<i>Chevron</i>	42,6 %	18,8	1,08	5 %
<i>Exxon Mobil</i>	49,3 %	15,8	1,83	3,9 %
<i>BP</i>	62,9 %	-	1,01	7,7 %

Důležitou událostí ze strany Shellu je však také chystaná akvizice společnosti British Gas, o které se v roce 2015 mluvilo, a která byla následně počátkem roku 2016 schválena akcionáři. Od této obrovské akvizice si vedení Shellu slibovalo synergický efekt v podobě úspory 3,5 mld. dolarů na provozních nákladech. (Bloomberg, © 2015)

**Závěrečné hodnocení**

Investice do společnosti Shell se dá označit za sázku na růst ropy. Růst cen ropy, který dřív nebo později přijít musí, zvýší marže společnosti a nakopne i cenu akcií. Do té doby díky kladnému cash-flow, relativně nízké zadluženosti a především značné jistotě v podobě zpracování a prodeji ropných produktů, které přináší Shellu stabilní zisky.

## 9 REALIZACE INVESTIC

Všechny mé investice byly realizovány prostřednictvím internetové aplikace e-Broker od Fio banky. Na obchodování jsem si vyčlenil částku 44 500 Kč.

### 9.1 Investice do Skupiny ČEZ

Na základě výše zmíněné fundamentální analýzy jsem 8. 10. 2015 nakoupil 20 akcií za cenu 487,30 Kč. Vzhledem k nezlepšujícím se cenám silové elektrické energie na burze, jsem se 5. 11. 2015 rozhodl k prodeji všech mých akcií na burze RM-System, kde probíhalo v témže měsíci bezpoplatkové období. Prodej byl také načasován před zveřejněním zpráv o hospodaření společnosti za třetí čtvrtletí, kvůli obavám o zhoršení hospodaření v souvislosti s výše zmíněnými cenami elektřiny a s neplánovanou odstávkou Dukovan. Obavy se nakonec potvrdily a Skupina ČEZ kromě horšího hospodaření ve třetím čtvrtletí zklamala také svým výhledem pro celý rok 2015. Následně jsem vzhledem k bezpoplatkovému období a zbytkové likviditě v portfoliu přikročil ke koupi jedné akcie za cenu 476,70 Kč, kterou stále držím. Dne 14. 4. akcie ČEZu uzavřely na ceně 406,80 Kč.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
14.04.2015					
08.10.2015	→	20,00	487,30	-9 746,00	50,00
05.11.2015	←	-10,00	503,90	5 039,00	0,00
05.11.2015	←	-10,00	500,00	5 000,00	0,00
12.11.2015	→	1,00	476,70	-476,70	0,00
14.04.2016	CZK				50,00

Obrázek 20 – Obchodování s akcemi ČEZu (e-Broker)

Aktuální výnos =  $10\,039 + 406,80 - 10\,222,70 - 50$  (poplatek) = **173,10 Kč**

Výnos investice vzhledem k aktuální ceně držené akcie představuje **1,69 %**. Pokud pomineme nákup zmíněné jedné akcie, index PX v době otevřené pozice posílil o 0,5 %.

Společnost i nadále hodnotím pozitivně, přesto s případným dalším nákupem vyčkávám na signály o určité stabilizaci odvětví.

### 9.2 Investice do společnosti Fortuna Entertainment Group N. V.

Ačkoliv společnost Fortuna rozhodnutím o zastavení vyplácení dividend příliš nezapadala do mé investiční strategie, na základě fundamentální analýzy jsem dospěl k závěru, že její hodnota je v současné době výrazně podhodnocena a rozhodl se pro nákup dne 16. 10. 2015 v objemu 60 akcií za cenu 70,80 Kč. Dne 5. 11. 2015 jsem se následně rozhodl pro uzavření

zisků a prodej za cenu 75,80 Kč. Porušení Kostolányho zásady, že z rozjetého vlaku se nevystupuje, se nakonec ukázalo být chybou, když cena akcií během následujících dvou týdnů v souvislosti s výsledky za třetí čtvrtletí 2015 vystoupala ještě o zhruba 10,- Kč výše.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
14.04.2015					
16.10.2015	+	60,00	70,80	-4 248,00	50,00
05.11.2015	-	-50,00	75,80	3 790,00	0,00
05.11.2015	-	-10,00	75,80	758,00	0,00
14.04.2016	CZK				50,00

Obrázek 21 – Obchodování s akciemi Fortuny (e-Broker)

Celkový výnos = 4 548 – 4248 – 50 (poplatek) = **250,- Kč**

Procentuální výnos z realizovaného obchodu dosáhl **5,8 %**. Pro porovnání, index PX ve stejném období posílil o 0,5 %.

Společnost hodnotím i nadále jako atraktivní a tržně mírně podhodnocenou, přesto v nejbližší době neplánuji další nákup z důvodu zastavení vyplácení dividend a nestandardního přístupu ze strany managementu, potažmo majoritního vlastníka.

### 9.3 Investice do VIG

I přes rizika zmíněná ve fundamentální analýze, jsem 14. 10. 2015 přistoupil k nákupu 6 kusů akcií za cenu 766,10 Kč. Následně hodnota akcií vystoupala k hranici 800,- Kč, respektive 30 eur. Obavy z hospodářských výsledků společně s blížícím se koncem bezpoplatkového listopadu na RM-Systému a přechodem na americký akciový trh mě vedly k prodeji akcií dne 19. 11. 2015 za průměrnou prodejní hodnotu 802,45 Kč.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
14.04.2015					
14.10.2015	+	6,00	766,10	-4 596,60	50,00
19.11.2015	-	-3,00	795,90	2 387,70	0,00
19.11.2015	-	-3,00	809,00	2 427,00	0,00
14.04.2016	CZK				50,00

Obrázek 22 - Obchodování s akciemi VIG (e-Broker)

Celkový výnos = 4 814,7 – 4596,6 – 50 (poplatek) = **168,10 Kč**

V procentuálním vyjádření činí výnos z investice **3,6 %**, což lze označit za zlaté číslo v porovnání s propadem, jaký akcie VIG zažily následně. Dne 14. 4. 2016 se akcie obchodovala za pouhých 543,- Kč, což je 32 % pod dosaženou prodejní cenou.

V období držení akcie posílil index PX o 2,7 %, povedlo se jej i v tomto případě překonat.

## 9.4 Investice do VW

Měsíc po vypuknutí aféry s falšováním emisních testů se cena ustálila lehce pod hranicí 120 euro. Za předpokladu, že cena akcií už své dno ukázala jsem dne 19. 10. 2015 přistoupil k nákupu 3 akcií společnosti na burze RM-System za cenu 3 313,30 Kč, mírný propad ceny mě následující den motivoval k nákupu dalších 4 kusů akcií za cenu 3 193,10 Kč.

Původní předpoklad dlouhodobého držení akcií byl narušen zprávou z 2. 11. 2015, kdy americký Úřad pro ochranu životního prostředí oznámil rozšíření podezření o další motor. Ze strachu o další rozšiřování eféry jsem se rozhodl o prodej akcie ještě v rámci bezpoplatkového listopadu na RM-Systemu.

Po dalším propadu se akcie opět vyhouply nad hodnotu 120 eur a mezi 20. a 26. listopadem došlo k prodeji všech 7 nakoupených akcií.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
<b>14.04.2015</b>					
19.10.2015	→	3,00	3 313,30	-9 939,90	40,00
20.10.2015	→	4,00	3 193,10	-12 772,40	44,70
20.11.2015	←	-3,00	3 333,00	9 999,00	0,00
20.11.2015	←	-1,00	3 333,00	3 333,00	0,00
23.11.2015	←	-1,00	3 287,00	3 287,00	0,00
26.11.2015	←	-2,00	3 619,80	7 239,60	0,00
14.04.2016	CZK				84,70

Obrázek 23 - Obchodování s akciemi Volkswagenu (e-Broker)

Celkový výnos = 23 858,60 – 22 712,30 – 84,70 (poplatek) = **1061,60 Kč**

Procentuální výnos z investice dosáhl **4,7 %**, což lze považovat za výborný výsledek, vzhledem k okolnostem nečekaného rozšíření aféry a nízké likvidity RM-Systemu, kdy byl často problém neprodat akcii pod tržní cenou. Přesto se nepovedlo překonat index DAX, který ve stejném období rostl o zhruba 9 %.

## 9.5 Investice do IBM

Na základě fundamentální analýzy jsem se 5. 11. 2015 rozhodl pro koupi 4 kusů akcií společnosti IBM za cena 140,10 dolarů. Po slabých výsledcích za čtvrté čtvrtletí si akcie sáhla na nejnižší hodnotu od roku 2010, když se jeden den obchovala i pod 120 dolary. Následné nové akvizice firem v nových oblastech, jako je předpověď počasí a zdravotnictví, posílily

důvěru investorů. Všechny nakoupené akcie stále držím, dne 14. 4. 2016 uzavřely na hodnotě 151,23 dolarů.

Očekávám, že zvýšení dividend, které by mělo být oznámeno na konci dubna, a především případné zlepšení hospodaření by mohlo být impulzem k růstu cen akcií společnosti.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
<b>14.04.2015</b>					
05.11.2015	→	4,00	140,10	-560,40	7,95
10.12.2015		0,00		-0,78	0,00
10.12.2015		0,00		5,20	0,00
10.03.2016		0,00		5,20	0,00
10.03.2016		0,00		-0,78	0,00
<b>14.04.2016</b>	<b>USD</b>				<b>7,95</b>

Obrázek 24 - Obchodování s akciemi IBM (e-Broker)

Celkový výnos = 604,92 – 560,4 – 7,95 (poplatek) + 8,84 (čisté dividendy) = **45,41 USD**

Procentuální výnos z investice dosahuje v současné době **8 %**, což vzhledem k okolnostem zhoršeného hospodaření hodnotím velmi pozitivně. Cílovou cenu, za kterou budu ochoten akcie prodat, jsem stanovil na 180 dolarů.

## 9.6 Investice do Wall-Mart

Na základě fundamentální analýzy jsem 16. 11. 2015 nakoupil celkem 8 akcií za cenu 57,25 dolarů za kus. Od té doby cena akcie prakticky nepřetržitě roste a dne 14. 4. 2016 uzavřely na hodnotě 68,72 dolaru za kus. Všech 8 akcií stále držím.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
<b>14.04.2015</b>					
16.11.2015	→	8,00	57,25	-458,00	7,95
04.01.2016		0,00		3,92	0,00
04.01.2016		0,00		-0,59	0,00
04.04.2016		0,00		4,00	0,00
04.04.2016		0,00		-0,60	0,00
<b>14.04.2016</b>	<b>USD</b>				<b>7,95</b>

Obrázek 25 - Obchodování s akciemi Wal-mart (e-Broker)

Celkový výnos = 549,76 – 458 – 7,95 (poplatek) + 6,73 (čisté dividendy) = **90,54 USD**

Dle procentuálního výnosu na úrovni **19,43 %** se jedná o prozatím nejziskovější investici v portfoliu, za jinak nezměněných okolností jsem ochoten akcii prodat za cílovou cenu 80 dolarů.

## 9.7 Investice do HSBC Holdings plc

Na základě fundamentální analýzy jsem 23. 11. 2015 nakoupil 8 akcií společnosti za cenu 40,64 dolarů. Následné události v podobě zpomalování čínské ekonomiky, další snížení cen komodit, které ohrožuje některé těžaře, rozhodnutí FEDu o odložení zvyšování sazeb a zrychlení kvantitativního uvolňování v Eurozóně. To vše negativně ovlivnilo bankovní sektor, zejména kvůli odpisu některých půjček americkým těžařům banka ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vykázala ztrátu, spolu s tím oslabily akcie HSBC k 14. 4. 2016 na cenu 31,97 dolarů.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
14.04.2015					
23.11.2015	+	8,00	40,64	-325,12	7,95
14.04.2016	USD				7,95

Obrázek 26 - Obchodování s akciemi HSBC (e-Broker)

Celkový výnos = 255,76 – 325,12 – 7,95 (poplatek) + 7,14 (čisté dividendy) = **- 70,17 USD**

Do výpočtu již byl zahrnut nárok na výplatu dividend 1,05 dolaru na akcii, která proběhne 20. 4. 2016. Špatné načasování investice znamená procentuální ztrátu **21,07 %**, jedinou ztrátu v portfoliu, přesto věřím v dlouhodobém horizontu zlepšení situace v sektoru. Do té doby se budu těšit příznivé dividendové politice, která se zatím jeví jako udržitelná a vzhledem k nárůstu vyplácené dividendy na 2,55 dolaru znamená roční výnos 6,3 % vzhledem k nákupní ceně.

## 9.8 Investice do Royal Dutch Shell

Na základě fundamentální analýzy jsem 8. 12. 2015 koupil 9 akcií za cenu 45,15 dolarů. Od té doby cena akcie kopírovala vývoj cen ropy na burze. Všechny akcie stále držím, 14. 4. 2016 se akcie obchodovala za 51,925 dolarů.

Datum	Směr	Množství	Cena	Objem	Poplatek
14.04.2015					
08.12.2015	+	9,00	45,15	-406,35	7,95
29.03.2016		0,00		8,46	0,00
29.03.2016		0,00		-1,27	0,00
14.04.2016	USD				7,95

Obrázek 27 - Obchodování s akciemi Shell (e-Broker)

Celkový výnos = 467,325 – 406,35 – 7,95 (poplatek) + 7,19 (čistá dividenda) = **60,22 USD**

V procentuálním vyjádření se jedná o výnos **14,53 %**. Cílovou cenu akcie, za kterou budu ochotný přistoupit k prodeji, mám stanovenou na hodnotě 70 dolarů. Hlavní riziko vidím



v možnosti snížení vyplácené dividendy, což by mohlo mít velmi negativní vliv na hodnotu akcií, přesto výborný hrubý dividendový výnos 8,3 % toto riziko poklesu ceny kompenzuje.

## 10 ZHODNOCENÍ PORTFOLIA

Jak můžeme vidět v následující tabulce, k rozhodnému dni stanovenému na 14. 4. 2016, tedy den před odevzdáním této práce a půl roku po začátku investování, dosahovalo portfolio ziskovosti 10,51 %. Stanovený cíl, překonat spořicí účty a růst akciového trhu, se tak podařilo splnit. Ty nejlepší spořicí účty nabízí v současné době roční úrokovou sazbu něco málo přes 1 % před zdaněním, a to ještě často za plnění různých podmínek. Růst akciového trhu lze obtížně stanovit, vzhledem k okolnostem nejednotného data investování a investicím na různých burzách. Pokud však vezmeme například akciový index Nasdaq Composite, zprůměrujeme jeho výši za dny, kdy došlo k nákupu akcií na americkém trhu a hodnotu porovnáme s rozhodným dnem 14. 4. 2016, pak došlo k poklesu indexu o 2,6 %.

Tabulka 32 – Výkonnost portfolia (vlastní)

Společnost	zisk / ztráta
ČEZ	173,10 Kč
Fortuna	250,- Kč
VIG	168,10 Kč
Volkswagen	1 061,60 Kč
IBM	45,41 USD
Wal-mart	90,54 USD
HSBC	-70,17 USD
Shell	60,22 USD
<b>Zisk v Kč</b>	<b>4 679,07 Kč*</b>
<b>Zisk v %</b>	<b>10,51 %</b>

\* Dolarové hodnoty přepočteny kurzem ČNB 24,018 Kč ze dne 14. 4. 2016

V portfoliu se podařilo dosáhnout ziskovosti u všech akcií s výjimkou banky HSBC, která doplatila, stejně jako většina bankovního sektoru, na již zmiňované události. Přesto nelituji investice samotné, jako spíše jejího načasování.

Celkové portfolio v současné době nabízí 4,9% dividendový výnos před zdaněním, který by měl v budoucnu dále růst.

Zatímco tabulka obsahuje výkonnost portfolia, pokud se zaměříme na celkovou investici a její momentální převod na české koruny, budeme muset připočítat náklady na konverzi, které bohužel nebyly malé. Nedostatek finančních prostředků bohužel neumožnil investici přes společnost Lynx, která nabízí za 100korunový poplatek konverzi měn na trhu Forex, zatímco

Fio banka nabízí spread na měnovém páru USD/CZK lehce přes 1 Kč. Dalším faktorem, který ovlivňuje hodnotu portfolia po aktuálním převodu na české koruny, je měnové riziko. Odklad zvyšování úrokových ze strany FEDu způsobil, podle mého názoru dočasný, pokles kurzu amerického dolaru vůči koruně. Po započítání obou faktorů se dostáváme na zisk 1 698,52 Kč, v procentuálním vyjádření 3,82 %. Přesto na základě globální analýzy predikují budoucí posilování dolaru.

Při výběru akciových titulů do portfolia byl kladen důraz na stabilitu společnosti, a proto není nezbytné jeho denní sledování. Přesto je třeba sledovat důležité události, jako je neustále odkládaný konec měnových intervencí ze strany České národní banky. Právě oslabení české koruny v této souvislosti považuji za krátkodobě nejvýznamnější riziko, jelikož může dojít k 10% posílení domácí měny. V okamžiku očekávání takového kroku je proto nezbytné opětovné přehodnocení jednotlivých investic a u těch, které vykazují známky nadhodnocení, případně zvážit prodej a následný převod na českou korunu, v případě zájmu o opětovné převedení částky po ukončení intervencí zpět na dolary se však taková transakce příliš nevyplatí, vzhledem k vysokým nákladům na konverzi měn. Lze však doporučit pravidelný monitoring hospodaření jednotlivých společností a udržení všeobecné znalosti trhu, která pomůže včas reagovat na případné tržní změny.

## ZÁVĚR

V mé diplomové práci jsem zužitkoval teoretické znalosti získané v oblíbených předmětech, jako byly Peněžní a kapitálové trhy, Mezinárodní finance a Technická a fundamentální analýza. Mé dosavadní domněnky o nevyzpytatelnosti kapitálových trhů se v průběhu investování se ukázaly být více než reálné. Především nad razantním poklesem trhů v průběhu února, kdy strach z negativních zpráv ohledně čínské ekonomiky srazil akciové indexy během několika týdnů až o 10 % a začaly se objevovat články o možné nové krizi, mi zůstává dosud rozum stát. Na vlastní kůži jsem se také mohl přesvědčit, co v praxi znamená měnové riziko, které při aktuálním přepočtu na české koruny značně snížilo ziskovost portfolia.

V praktické části jsem se věnoval výběru brokerské společnosti a především fundamentální analýze, která byla rozložena do tří vrstev. Globální fundamentální analýza potvrdila dobrou kondici české ekonomiky, postupné oživování ekonomik Eurozóny a stabilní růst ekonomiky Spojených států amerických, které se však stejně jako Eurozóna budou muset poprat s vysokým zadlužením. I přesto jsem označil dolar jako stabilní měnu. Následný výběr akcií pro fundamentální analýzu byl výsledkem dlouhodobého sledování akciového trhu, bohužel z důvodu dodržení rozsahu práce nebylo možné zahrnout i analýzu společností, do kterých jsem se investovat z různých důvodů nerozhodl. Analýza jednotlivých titulů byla doplněna o stručné odvětvové analýzy pro přehled atraktivity odvětví a pozice společnosti na trhu.

Pokud bych měl možnost zpětného přehodnocení některých rozhodnutí z projektové části, byl by to vklad většího množství prostředků, který by umožňoval investice prostřednictvím společnosti Lynx, což by vedlo ke značné úspoře nákladů při investicích na americkém trhu. Druhým špatným rozhodnutím bylo načasování investice do banky HSBC, která přišla v nejméně vhodnou dobu a negativně ovlivnila celkový výnos portfolia.

S ohledem na to, že se z mé strany jednalo o vůbec první zkušenosti na kapitálovém trhu, hodnotím výsledek projektové části jako úspěch a doufám, že budu mít možnost využít získané zkušenosti v budoucí pracovní kariéře.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Knižní zdroje:

- [1] BUFFETT, Mary a David CLARK. *Nová Buffettologie: osvědčené investiční techniky pro měnící se trhy, díky nimž se stal Warren Buffett světově proslulým investorem*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4085-0.
- [2] CIPRA, Tomáš. *Matematika cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2013. ISBN 978-80-7431-079-9.
- [3] DAMODARAN, Aswath. *Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work*. Hoboken, N.J.: Wiley, c2003. Wiley finance series. ISBN 0-471-34503-2. Dostupné také z: <http://www.loc.gov/catdir/description/wiley034/2002014030.html>
- [4] FRANKFURTER, George M, Bob G WOOD a James W WANSLEY. *Dividend policy: theory and practice*. Amsterdam: Academic Press, c2003. ISBN 0-12-266051-X.
- [5] GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. Investice. ISBN 978-80-247-1792-0. Dostupné také z: [http://katalog.k.utb.cz/F/?func=service&doc\\_library=UTB01&doc\\_number=000032909&line\\_number=0002&func\\_code=WEB-BRIEF&service\\_type=MEDIA](http://katalog.k.utb.cz/F/?func=service&doc_library=UTB01&doc_number=000032909&line_number=0002&func_code=WEB-BRIEF&service_type=MEDIA)
- [6] JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-2963-3. Dostupné také z: [http://toc.nkp.cz/NKC/200905/contents/nkc20091860334\\_1.pdf](http://toc.nkp.cz/NKC/200905/contents/nkc20091860334_1.pdf)
- [7] KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 7., aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: Grada, 2013. Finance. ISBN 978-80-247-5064-4.
- [8] KRÁL, Miloš. *Techniky ziskového obchodování na světově finančních trzích založeny na fundamentální a technické analýze: studijní pomůcka pro distanční studium*. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. Fakulta managementu a ekonomiky, 2006. ISBN 80-7318-485-0.
- [9] KRÁL, Miloš. *Techniky ziskového obchodování na světových finančních trzích: 2.díl Technická analýza. Studijní pomůcka pro distanční studium*. 1. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007. ISBN 978-80-7318-650-0.
- [10] KRÁL, Miloš. *Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium*. 1. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. ISBN 978-80-7318-765-1.

- [11] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [12] POLÁCH, Jiří. *Peněžní a kapitálové trhy*. Vyd. 2., nezměn. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2008. ISBN 978-80-7318-757-6.
- [13] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.
- [14] SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. Finance. ISBN 978-80-247-3860-4.
- [15] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.

#### Internetové zdroje:

- [16] An overview of the software industry. *Market Realist* [online]. [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <http://marketrealist.com/2014/07/must-know-overview-software-industry-2/>
- [17] Auto Sales. *The wall street journal* [online]. 2016 [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: [http://online.wsj.com/mdc/public/page/2\\_3022-autosales.html](http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3022-autosales.html)
- [18] Automobilový průmysl v Česku má za sebou rekordní rok. *Aktuálně* [online]. 2015 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/auto/automobilovy-prumysl-v-cesku-ma-za-sebou-rekordni-rok/r~227b84d610ce11e59d310025900fea04/>
- [19] *Burza cenných papírů Praha* [online]. Praha, 2016 [cit. 2016-02-17]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/>
- [20] China: The second home market of the Volkswagen Group. *Volkswagen* [online]. 2015 [cit. 2016-04-03]. Dostupné z: [http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info\\_center/de/talks\\_and\\_presentations/2015/06/VW\\_China.bin.html/binarystorageitem/file/2015-06-03+Macquarie+and+GS+Meeting.pdf](http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/de/talks_and_presentations/2015/06/VW_China.bin.html/binarystorageitem/file/2015-06-03+Macquarie+and+GS+Meeting.pdf)
- [21] EU Crude Oil Imports and supply cost. *European Commission* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/energy/en/statistics/eu-crude-oil-imports>
- [22] *European Automobile Manufacturers Association* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://www.acea.be/>
- [23] IBM still leads the tech world in one major area. *Business insider* [online]. 2016 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <http://www.businessinsider.com/ibm-leads-in-patents-granted-2016-1>

- [24] IBM [online]. 2016 [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <http://www.ibm.com>
- [25] IBM. In: *Wikipedia: the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2016 [cit. 2016-04-03]. Dostupné z: [https://cs.wikipedia.org/wiki/IBM#cite\\_note-1](https://cs.wikipedia.org/wiki/IBM#cite_note-1)
- [26] *Insurance Europe* [online]. 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://www.insuranceeurope.eu/insurancedata>
- [27] Investor relations. *Volkswagen Group* [online]. 2016 [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: [http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/content/en/investor\\_relations.html](http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/content/en/investor_relations.html)
- [28] *Fio banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://www.fio.cz/>
- [29] *Fortuna Entertainment Group N. V.* [online]. 2016 [cit. 2016-03-28]. Dostupné z: <http://www.fortunagroup.eu/>
- [30] GM Delivers its Second Consecutive Year of Record Global Sales. *General Motors* [online]. 2015 [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: <http://media.gm.com/media/us/en/gm/home.detail.html/content/Pages/news/us/en/2015/Jan/0114-gm-2014-global-sales.html>
- [31] Hong Kong banking survey 2015. *KPMG* [online]. 2015 [cit. 2016-04-08]. Dostupné z: <https://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/HK-Banking-Survey-2015-201507.pdf>
- [32] *HSBC Holdings plc* [online]. 2016 [cit. 2016-04-08]. Dostupné z: <http://www.hsbc.com/>
- [33] *Kurzy* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/>
- [34] Loterie a sázkové hry. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2016 [cit. 2016-03-28]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/loterie-a-sazkove-hry>
- [35] *Lynx broker* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <https://www.lynxbroker.cz/>
- [36] *NASDAQ* [online]. New York: The NASDAQ Stock Market, 2016 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/>
- [37] NIGRIN, Jiří. Příjmy z prodeje cenných papírů u FO od roku 2014. In: *Portál Pohoda* [online]. 2014 [cit. 2016-02-17]. Dostupné z: <https://portal.pohoda.cz/dane-ucetnictvi-mzdy/dan-z-prijmu/prijmy-z-prodeje-cennych-papiru-u-fyzicky-ch-osob-o/#>
- [38] Oil Majors' Dividends Survive Plunge in Oil Prices. *The Wall Street Journal* [online]. 2015 [cit. 2016-04-10]. Dostupné z: <http://www.wsj.com/articles/oil-majors-dividends-survive-plunge-in-oil-prices-1447634165>

- [39] Oil market report. *International Energy Agency* [online]. 2016 [cit. 2016-04-10]. Dostupné z: <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/>
- [40] *POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE (PXE)* [online]. 2016 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: <http://www.pxe.cz/dokument.aspx?k=Co-Je-PXE>
- [41] REGISTRATIONS OR SALES OF NEW VEHICLES - ALL TYPES. *OICA* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <http://www.oica.net/wp-content/uploads//total-sales-20151.pdf>
- [42] Roční zpráva o provozu ES ČR 2014. *Energetický regulační úřad* [online]. 2015 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: [http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni\\_zprava\\_provoz\\_ES\\_2014.pdf/933fc41a-ad79-4282-8d0f-01eb25a63812](http://www.eru.cz/documents/10540/462820/Rocni_zprava_provoz_ES_2014.pdf/933fc41a-ad79-4282-8d0f-01eb25a63812)
- [43] *Royal Dutch Shell plc* [online]. 2016 [cit. 2016-04-10]. Dostupné z: <http://www.shell.com/>
- [44] Sazebník poplatků. *Patria direct* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <https://cdn.patria-direct.cz/Sazebnik-PD.pdf>
- [45] Shell-BG Deal Not Yet in Bag Amid Fears of Further Oil Slump. *Bloomberg* [online]. 2015 [cit. 2016-04-11]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-21/shell-bg-deal-not-yet-in-the-bag-amid-fears-of-further-oil-slump?cmpid=yhoo.headline>
- [46] *Skupina ČEZ* [online]. 2016 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: <https://www.cez.cz/>
- [47] Statistika platební bilance. *Eurostat* [online]. 2015 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Balance\\_of\\_payment\\_statistics/cs](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Balance_of_payment_statistics/cs)
- [48] ŠKOLA FOREXU. *Kurzy.cz* [online]. 2009 [cit. 2016-02-22]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/zpravy/198059-skola-forexu-vi-hlouběji-do-sveta-forexu--zaky-prace-s-grafy/>
- [49] *The World Bank* [online]. 2016 [cit. 2016-03-14]. Dostupné z: <http://www.worldbank.org/>
- [50] *Trading economics* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com>



- [51] *U.S. Department of Commerce* [online]. 2016 [cit. 2016-04-06]. Dostupné z: <https://www.commerce.gov/>
- [52] *Verband der Versicherungsunternehmen Österreichs* [online]. 2015 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://www.vvo.at/vvo/vvo.nsf/sysPages/jahresbericht.html>
- [53] *Vienna Insurance Group* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://www.vig.com>
- [54] Volkswagen. In: *Wikipedia: the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <https://cs.wikipedia.org/wiki/Volkswagen>
- [55] Vývoj pojistného trhu. *Česká asociace pojišťoven* [online]. 2015 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://www.cap.cz/statisticke-udaje/vyvoj-pojistneho-trhu>
- [56] *Walmart* [online]. 2016 [cit. 2016-04-06]. Dostupné z: <http://www.walmart.com/>
- [57] Walmart. In: *Wikipedia: the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2016 [cit. 2016-04-06]. Dostupné z: [https://en.wikipedia.org/wiki/Walmart#cite\\_note-2015\\_Annual\\_Report\\_Page\\_19-7](https://en.wikipedia.org/wiki/Walmart#cite_note-2015_Annual_Report_Page_19-7)
- [58] World Economic Outlook Databases. *IMF* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

BCPP	Burzy cenných papírů Praha
ČNB	Česká národní banka
ECB	Evropská centrální banka
ERM	Evropský mechanismus směnných kurzů
ERÚ	Energetický regulační úřad
EPS	Zisk na akcii
EU	Evropská unie
FED	Federální rezervní systém
FEG	Fortuna Entertainment Group
GM	General Motors
HDP	Hrubý domácí produkt
IT	Informační technologie
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
P/BV	Ukazatel cena/účetní hodnota
P/E	Ukazatel cena/zisk
P/S	Ukazatel cena/tržby
PX	Index pražské burzy
PXE	Power exchange central Europe
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
S&P	Standard & Poor's
USA	Spojené státy americké
VIG	Vienna Insurance Group
VVO	Rakouská pojišťovací asociace

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obrázek 1 – Čárkový a svíčkový graf (Kurzy, © 2009).....	25
Obrázek 2 – Roční procentuální růst světového HDP (vlastní).....	40
Obrázek 3 – Roční procentuální růst HDP Spojených států amerických (vlastní).....	41
Obrázek 4 – Vývoj nezaměstnanosti v USA (Trading Economics © 2016) .....	42
Obrázek 5 – Vývoj inflace v USA (Trading Economics © 2016).....	43
Obrázek 6 – Vývoj základní úrokové sazby v USA (Trading Economics © 2016)...	43
Obrázek 7 – Vývoj vládního dluhu Spojených států vůči HDP (Trading Economics 2016).....	44
Obrázek 8 – Vývoj ročního růstu HDP Eurozóny (vlastní).....	45
Obrázek 9 – Vývoj nezaměstnanosti v Eurozóně (Trading Economics © 2016).....	46
Obrázek 10 – Vývoj roční inflace v Eurozóně (Trading Economics © 2016) .....	47
Obrázek 11 – Vývoj hlavní úrokové sazby Evropské centrální banky (Trading Economics © 2016).....	47
Obrázek 12 – Vývoj běžného účtu platební bilance zemí Eurozóny k HDP (Trading Economics, © 2016).....	48
Obrázek 13 – Vývoj vládního dluhu v Eurozóně (Trading Economics, © 2016) .....	49
Obrázek 14 – Vývoj růstu HDP České republiky (vlastní) .....	50
Obrázek 15 – Vývoj státního dluhu České republiky k HDP (Trading Economics, © 2016).....	51
Obrázek 16 – Vývoj cen silové elektřiny na PXE v eurech za MWh (Kurzy, © 2016).....	53
Obrázek 17 – Tržní podíly v oblasti kurzového sázení v České republice (FEG, © 2016).....	57
Obrázek 18 – Globální tržní podíly v oblasti prodeje softwaru za rok 2013 (Market Realist, © 2014).....	69
Obrázek 19 – Poskytnuté bankovní půjčky v Hong Kongu (KPMG, 2015) .....	76
Obrázek 20 – Obchodování s akciemi ČEZu (e-Broker).....	83
Obrázek 21 – Obchodování s akciemi Fortuny (e-Broker).....	84
Obrázek 22 - Obchodování s akciemi VIG (e-Broker).....	84
Obrázek 23 - Obchodování s akciemi Volkswagenu (e-Broker).....	85
Obrázek 24 - Obchodování s akciemi IBM (e-Broker) .....	86
Obrázek 25 - Obchodování s akciemi Wal-mart (e-Broker).....	86

Obrázek 26 - Obchodování s akcemi HSBC (e-Broker) .....87  
Obrázek 27 - Obchodování s akcemi Shell (e-Broker).....87

**SEZNAM TABULEK**

Tabulka 1 - Poplatky účtované společností Fio banka, a.s. (vlastní).....	37
Tabulka 2 - Poplatky účtované společností Patria Finance, a.s. (vlastní).....	38
Tabulka 3 - Poplatky účtované společností Lynx B.V. ....	39
Tabulka 4 – Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu ČEZu v milionech českých korun (vlastní) .....	54
Tabulka 5 – Vybrané ukazatele kapitálového trhu v českých korunách (vlastní) .....	55
Tabulka 6 – Srovnání základních ukazatelů ČEZu s vybranými konkurenty, údaje jsou v eurech (vlastní) .....	55
Tabulka 7 – Objem přijatých sázek v České republice v mld. Kč. (vlastní) .....	57
Tabulka 8 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Fortuny v milionech eur (vlastní).....	58
Tabulka 9 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v českých korunách (vlastní).....	59
Tabulka 10 – Tržní podíl pojišťoven v roce 2014 v České republice (vlastní) .....	60
Tabulka 11 – Vývoj pojistného v České republice v milionech korun (vlastní) .....	60
Tabulka 12 - Tržní podíl pojišťoven v roce 2014 v Rakousku (vlastní).....	61
Tabulka 13 - Vývoj pojistného v Rakousku v milionech eur (vlastní).....	61
Tabulka 14 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu VIG v milionech eur (vlastní).....	62
Tabulka 15 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v eurech (vlastní) .....	62
Tabulka 16 – Suma dividend inkasovaných koncernem Volkswagen z Číny .....	66
Tabulka 17 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Volkswagenu v miliardách eur (vlastní) .....	67
Tabulka 18 – Vybrané ukazatele kapitálového trhu v eurech (vlastní) .....	67
Tabulka 19 – Srovnání vybraných ukazatelů Volkswagenu a General Motors.....	68
Tabulka 20 – Tržby v mld. dolarů a hrubé marže vybraných společností z prodeje softwaru firemní klientele (vlastní) .....	70
Tabulka 21 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu IBM v miliardách dolarů (vlastní) .....	71
Tabulka 22 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní).....	72
Tabulka 23 – Srovnání základních ukazatelů IBM s konkurenty (vlastní).....	72
Tabulka 24 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Wal-martu v miliardách dolarů (vlastní) .....	74

---

Tabulka 25 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní).....	74
Tabulka 26 – Srovnání základních ukazatelů Wal-martu s konkurenty (vlastní).....	75
Tabulka 27 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu HSBC v miliardách dolarů (vlastní) .....	77
Tabulka 28 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní).....	78
Tabulka 29 - Vybrané ukazatele ziskovosti a rentability kapitálu Shellu v miliardách dolarů (vlastní) .....	80
Tabulka 30 - Vybrané ukazatele kapitálového trhu v dolarech (vlastní).....	81
Tabulka 31 – Srovnání základních ukazatelů Shellu s konkurenty (vlastní).....	81
Tabulka 32 – Výkonnost portfolia (vlastní).....	89

## PŘÍLOHA: VÝPIS Z OBCHODOVÁNÍ

Pokyn	Symbol	Stav portfolia na začátku				Změna portfolia				Stav portfolia na konci				Výsledek	
		Akcie	Kurz	Majetek	Kusy	Nákup	Prodej	Výnosy	Akcie	Kurz	Majetek	Zisk	Výnos		
	<a href="#">BAACEZ</a>	0	101,10	0,00	1	10 273	10 039		1	406,80	406,80	173,10	1,69%		
	<a href="#">BAAFORREG</a>	0	0,00	0,00		4 298	4 548		0	91,00	0,00	250,00	5,82%		
	<a href="#">BAAVIG</a>	0	0,00	0,00		4 647	4 815		0	543,00	0,00	188,10	3,62%		
	<a href="#">BAAVOLAG</a>	0	0,00	0,00		22 797	23 859		0	3 400,40	0,00	1 061,60	4,66%		
	<a href="#">HSBC</a>	0	0,00	0,00	8	8 467			8	31,97	6 142,84	-2 324,46	-27,45%		
	<a href="#">IBM</a>	0	85,00	0,00	4	14 125		219,18	4	151,23	14 528,97	622,95	4,41%		
	<a href="#">RDSA</a>	0	0,00	0,00	9	10 292		173,88	9	51,925	11 224,21	1 106,46	10,75%		
	<a href="#">WMT</a>	0	53,125	0,00	8	11 745		163,37	8	68,72	13 204,14	1 622,30	13,81%		