

# **Analýza akciového trhu s cílem najít investiční příležitost**

Vojtěch Müller

---

Bakalářská práce  
2024



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2023/2024

# ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: Vojtěch Müller  
Osobní číslo: M21308  
Studijní program: B0412P050001 Finance a finanční technologie  
Forma studia: Prezenční  
Téma práce: Analýza akciového trhu s cílem najít investiční příležitost

## Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Provedte literární rešerši zaměřenou na problematiku investování do akcií.

II. Praktická část

- Provedte analýzu makroekonomického prostředí ve vztahu k akciovému trhu.
- Formulujte vlastní investiční strategii a provedte fundamentální analýzu vybraných akcií.
- Interpretujte dosažené výsledky pro retailového investora.

Závěr

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

Seznam doporučené literatury:

ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*. Praha: Brána, 2018. ISBN 9788075840684.  
GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice: 2., rozšířené vydání*. Praha: Grada, 2021. ISBN 978-80-271-3122-8  
HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích : akcie, komodity, forex, kryptoměny, akciové indexy a ETF*. Přepřacované a rozšířené vydání. Brno: BizBooks, 2023. ISBN 978-80-265-1135-9.  
HOUSEL, Morgan. *The psychology of money: timeless lessons on wealth, greed, and happiness*. Petersfield, Hampshire, Great Britain: Harriman House, 2020. ISBN 9780857197696.  
VESELÁ, Jitka a OLIVA, Martin. *Technická analýza na akciových, měnových a komoditních trzích*. Praha: Ekopress, 2015. ISBN 9788087865224.

Vedoucí bakalářské práce: Ing. et Ing. Vojtěch Sadil, PhD. LL.M.  
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání bakalářské práce: 5. února 2024  
Termín odevzdání bakalářské práce: 17. května 2024

L.S.

---

prof. Ing. David Tuček, Ph.D.  
děkan

---

doc. Ing. Adriana Knápková, Ph.D.  
garant studijního programu

Ve Zlíně dne 5. února 2024

## 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 s tím, že vyrovnaní 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

Jméno a příjmení: Vojtěch Müller

.....  
podpis diplomanta

## **ABSTRAKT**

Akciové trhy představují jeden z nejpreferovanějších způsobů investování peněz z důvodu nízkých bariér pro vstup a vysokého potenciálního výnosu. Zároveň se řada investorů snaží již poměrně vysoké výnosy trhu překonat využitím řady různých přístupů. Tato práce si v rámci teoretické části klade za cíl vysvětlit problematiku investování do akcií, popis jednotlivých analýz a investičních strategií využívaných na akciových trzích. Praktická část se zaměřuje na aplikování zásad hodnotového investování na český akciový trh se snahou vybrat podhodnocené akcie, které budou představovat vhodnou investici do nadcházejících let s cílem překonat výnosy trhu.

Klíčová slova: akcie, investice, hodnotové investování, fundamentální analýza, akciový trh

## **ABSTRACT**

Stock markets represent one of the most favored ways of investing money due to low entry barriers and high potential returns. Many investors strive to outperform market's relatively high yields by using various approaches. The theoretical part this thesis aims to explain the issues of investing into stocks, describing individual analysis and investing strategies used in the stock markets. The practical section of the thesis focuses on applying principles of value investing to the Czech stock market, with the intent of identifying undervalued stocks that could represent a good investment for the upcoming years, aiming to outperform the market.

Keywords: stock, investment, value investing, fundamental analysis, stock market

Velice rád bych zde poděkoval panu Ing. et. Ing. Vojtěchu Sadilovi Ph.D., LL.M. za jeho obrovskou ochotu a cenné rady, bez kterých by tato práce nemohla vzniknout.

Velké poděkování patří také mé rodině a přítelkyni za jejich nedocenitelnou podporu, která mě doprovázela po celou dobu studia.

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

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>11</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 FINANČNÍ SYSTÉM</b> .....	<b>13</b>
1.1    FINANČNÍ TRH .....	14
1.2    ROZDĚLENÍ FINANČNÍHO TRHU.....	15
1.2.1    Peněžní trh.....	15
1.2.2    Kapitálový trh.....	15
1.2.3    Komoditní trh .....	15
1.2.4    Devizový trh.....	16
1.2.5    Trh primární a sekundární.....	16
<b>2 AKCIOVÝ TRH</b> .....	<b>17</b>
2.1    AKCIE.....	17
2.1.1    Hodnota akcie.....	17
2.1.2    Druhy akcií.....	18
2.1.3    Podoba akcie .....	19
2.2    FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ CENU AKCIÍ.....	19
2.2.1    Makroekonomické faktory .....	19
2.2.2    Ostatní faktory ovlivňující cenu akcií .....	21
2.3    DIVIDENDY.....	22
2.4    MOTIVACE PRO INVESTOVÁNÍ NA AKCIOVÉM TRHU.....	22
<b>3 PŘÍSTUPY K ANALÝZE CENNÝCH PAPÍRŮ</b> .....	<b>24</b>
3.1    FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA .....	24
3.1.1    Makroekonomická analýza .....	25
3.1.2    Odvětvová analýza .....	25
3.1.3    Mikroekonomická analýza .....	26
3.1.4    Metody pro určení vnitřní hodnoty akcie.....	29
3.2    TECHNICKÁ ANALÝZA .....	31
3.3    PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA.....	32
3.3.1    André Kostolany .....	32
3.3.2    George Drasnar .....	33
<b>4 INVESTIČNÍ STRATEGIE</b> .....	<b>34</b>
4.1    AKTIVNÍ VERSUS PASIVNÍ INVESTOVÁNÍ.....	34
4.2    HODNOTOVÉ INVESTOVÁNÍ .....	34
4.2.1    Nedostatky hodnotových screeningů .....	35
4.3    RŮSTOVÉ INVESTOVÁNÍ .....	36
<b>5 PSYCHOLOGICKÉ FAKTORY SPOJENÉ S INVESTOVÁNÍM</b> .....	<b>38</b>

5.1	RIZIKO.....	38
5.2	NADMĚRNÉ SEBEVĚDOMÍ .....	38
5.3	VOLATILITA TRHŮ.....	38
5.4	EXTERNÍ VLIVY .....	39
<b>6</b>	<b>SHRnutí TEORETICKÉ ČÁSTI.....</b>	<b>40</b>
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>41</b>
<b>7</b>	<b>VLASTNÍ INVESTIČNÍ STRATEGIE .....</b>	<b>42</b>
7.1	INVESTIČNÍ STRATEGIE NAŠEHO INVESTORA .....	42
7.1.1	Cíl.....	42
7.1.2	Riziko .....	43
7.1.3	Časový horizont .....	43
7.1.4	Screening.....	43
<b>8</b>	<b>MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ REPUBLIKY .....</b>	<b>47</b>
8.1	HDP .....	47
8.2	CENOVÁ INFLACE.....	48
8.3	ÚROKOVÉ SAZBY.....	50
8.4	NEZAMĚSTNANOST.....	52
8.5	PENĚŽNÍ NABÍDKA.....	53
8.6	ZÁVĚR MAKROEKONOMICKÉ ANALÝZY .....	54
<b>9</b>	<b>TVORBA PORTFOLIA .....</b>	<b>55</b>
9.1	KOFOLA ČESKOŠLOVENSKO A.S.....	55
9.1.1	Čistý zisk na akcii / Earnings Per Share.....	55
9.1.2	Poměr ceny akcie k zisku na akcii / Price to Earnings ratio .....	57
9.1.3	Poměr hodnoty podniku k EBITDA / Enterprise value to EBITDA .....	57
9.1.4	Poměr ceny k účetní hodnotě / Price to Book value .....	58
9.1.5	Poměr ceny k hmotné účetní hodnotě na akcii / Price to Tangible Book value .....	58
9.1.6	Poměr oběžných aktiv a závazků / Current ratio .....	59
9.1.7	Poměr dluhu k vlastnímu kapitálu / Debt to Equity .....	60
9.1.8	Dividendové výnosy.....	61
9.1.9	Výpočet vnitřní hodnoty .....	61
9.2	ERSTE GROUP BANK .....	61
9.2.1	Čistý zisk na akcii / Earnings Per Share.....	62
9.2.2	Poměr ceny akcie k zisku na akcii / Price to Earnings ratio .....	63
9.2.3	Poměr ceny k účetní hodnotě na akcii / Price to Book value.....	64
9.2.4	Poměr ceny k hmotné účetní hodnotě na akcii / Price to Tangible Book value .....	64
9.2.5	Rentabilita vlastního kapitálu / Return on Equity .....	65
9.2.6	Dividendový výnos .....	65
9.2.7	Výpočet vnitřní hodnoty .....	66
9.2.8	CAMELS Model .....	66



<b>10 VYHODNOCENÍ JEDNOTLIVÝCH AKCÍ.....</b>	<b>75</b>
<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>78</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>79</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK .....</b>	<b>84</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>85</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>86</b>

## ÚVOD

Finanční gramotnost je naprosto nezbytná nejen pro studenty ekonomických oborů, ale pro každého jednotlivce, nehledě na jeho profesní zaměření.

Existuje řada způsobů, jak své peníze zhodnotit. Od spořicíh účtů, které v posledních letech nabízí rekordní úrokové sazby (které se již začínají snižovat z důvodů měnové politiky ČNB), investicí do dluhopisů, nebo investicí do akcií společností. Právě na poslední možnost se zaměřuje tato bakalářská práce. Cílem práce bude nejen zhodnocení volných finančních prostředků, ale také překonání průměrných výnosů akciového trhu za pomoci podrobných analýz.

Teoretická část se zaměřuje na vysvětlení problematiky investování do cenných papírů od samotného základu v podobě vysvětlení funkcí finančního systému a následného rozdělení finančních trhů. V rámci finančního trhu se práce bude zaměřovat na akciový trh, akcie a jejich podrobný popis. Zároveň jsou v rámci druhé kapitoly vypsány jednotlivé faktory ovlivňující akciové trhy a část, která výrazně vyzdvihuje dlouhodobé výsledky akciových trhů. Práce je zaměřena na aktivní investování, ne však na náhodné výběry akcií takzvaně „naslepo“, nýbrž na základě podrobných analýz, které jsou společně s jednotlivými strategiemi také popsány v teoretické části. Závěrem teoretické části je „varování“ pro potencionální začínající, ale také zkušenější investory z pohledu psychiky a řady faktorů, které mohou výrazně ovlivnit jejich rozhodování na trhu.

Předmětem praktické části je aplikace poznatků z části teoretické na akcie českých firem, které se obchodují na Burze cenných papírů Praha (BCPP). V rámci praktické části se námi sledovaný investor pokusí na základě fundamentální analýzy prognózovat nejen budoucí vývoj české ekonomiky a akciového trhu, ale také se pokusí vybrat jednotlivé akcie, které mají z hlediska hodnotového investování vysoký potenciál růstu v nadcházejících období, se snahou dosáhnout nadprůměrných výsledků, než kterých by dosáhl pasivním investováním.

Samotným závěrem práce je interpretace výsledků analýz společně s potencionálním vývojem jednotlivých vybraných akcií pro retailového (běžného) investora.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Snaha zhodnotit své finanční prostředky a nenechat je ležet ladem je obzvláště v několika posledních letech hluboce probírané téma. Jak již bylo zmíněno v úvodu práce, velice atraktivní možností v posledních letech byly rekordní úrokové sazby na spořicíích účtech. Snaha dostat inflaci na 2 % inflační cíl však způsobuje postupné snižování úrokových sazeb Českou národní bankou, což se samozřejmě promítne do úrokových sazeb spořicíích účtů nabízených komerčními bankami, což řadu klientů nejspíše přinutí hledat jiné možnosti, kam své nadbytečné finanční prostředky ukládat, s cílem minimálně je ochránit před inflací.

Tato práce má dva hlavní cíle, tím prvním je úspěšně provedená analýza jak makroekonomického prostředí České republiky, tak jednotlivých vybraných firem s cílem získat nadprůměrné výnosy oproti průměru trhu, kterých by bylo možné dosáhnout prostřednictvím pasivního investování.

Druhým, stejně důležitým cílem je také jistá edukace určitých začínajících (případně také zkušenějších) investorů nehledě na to, zdali budou v budoucnosti aktivně analyzovat trhy, nebo se rozhodnou jít cestou pasivního investování. Věřím, že i pasivní investor by měl mít určité pojetí o tom, jak finanční systém funguje, jaké jsou jeho funkce, nebo jaké faktory ovlivňují cenu jednotlivých akciových titulů.

Těchto cílů bude dosaženo pomocí kritické literární rešerše od českých, ale i zahraničních odborníků na finanční trhy a akcie samotné. Literární rešerše se zaměří na samotné základy fungování finančního systému, v průběhu teoretické části se záměr zúží na akcie a jednotlivé přístupy k jejich analyzování, zavedené strategie, ale také psychologické faktory, které denně ovlivňují investory.

Získané znalosti a jednotlivé postupy budou následně aplikovány na makroekonomické prostředí České republiky se snahou analyzovat budoucí vývoj české ekonomiky, zároveň budou mikroekonomické analýze podrobeny akcie českého akciového trhu (přesněji akcie na Prime marketu Burzy cenných papírů Praha).

Na základě výsledků analýzy budou vybrány akcie, které budou splňovat kritéria hodnotového investování a zároveň sám věřím, že lze očekávat jejich budoucí pozitivní vývoj. Své výsledky se následně pokusím interpretovat pro retailového investora. Nebudou však radou, do jakých akcií investovat, nýbrž budou sloužit jakožto inspirace pro případné další analýzy.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 FINANČNÍ SYSTÉM

Finanční systém je složitý mechanismus, který je upravován státem pomocí zákonů, se snahou zajistit optimální správu financí. Finanční systém je tvořen soustavou finančních trhů, institucí, finančních nástrojů a ekonomických subjektů, kteří ve finančním systému vystupují, a veškerými právními vztahy mezi nimi. Hlavním úkolem finančního systému je zajišťování, aby se peněžní oběhivo dostalo k subjektům, kteří ho poptávají. (Rejnuš, 2014; Belás a kol., 2013)

Finanční systém také zajišťuje řadu funkcí, které jsou uvedeny a blíže popsány níže:

### 1. Depozitní funkce

Depozitní funkce představuje schopnost soustředit finanční prostředky skrze bankovní vklady. Ve větším měřítku lze depozitní funkci chápat jakožto možnost transformovat peníze na finanční kapitál. (Rejnuš, 2014)

### 2. Kreditní funkce

Kreditní funkce silně napomáhá ekonomice díky zvyšování poptávky po zboží, službách či komoditách pomocí získávání volných peněžních prostředků pro domácnosti a firmy, nebo i stát, které následně výrazně urychlují realizaci investic. (Rejnuš, 2014)

### 3. Funkce uchování hodnoty

Ekonomické subjekty jsou schopny pomocí investičních instrumentů bojovat, případně i porážet inflaci, která přímo snižuje kupní sílu peněz. Tuto definici profesora Rejnuše skvěle doplňuje Gladiš (2021) svým výrokem „*Neinvestovat znamená automaticky se smířit s jistotou postupné ztráty hodnoty peněz*“. (Rejnuš, 2014)

### 4. Funkce likvidity

Likvidita představuje schopnost transformace investičních instrumentů na hotovost. Na základě logiky tedy lze tvrdit, že samotná hotovost představuje maximální likviditu, na druhou stranu však generuje v podstatě nulovou výnosnost. Rejnuše z hlediska likvidity taktéž doplňuje Musílek (2011), dle kterého domácnosti často zažívají takzvané likvidní šoky, které zapříčiňují favorizování takových investičních instrumentů, které jsou vysoce likvidní. (Rejnuš, 2014)

### 5. Platební funkce

Platební funkce je úzce spjatá s platebními systémy komerčních bank, skrze které je možné provádět všechny druhy plateb, které zároveň lze považovat plně transparentní a právně prokazatelné. (Rejnuš, 2014)

## **6. Funkce ochrany proti riziku**

Jak již název funkce napovídá, finanční trh zajišťuje funkci poskytující ochranu jednotlivých ekonomických subjektů vyskytujících se ve finančním systému, prostřednictvím případných pojištění, nebo diverzifikací svého investičního portfolia pomocí investic do různých investičních nástrojů, chránící celkovou hodnotu portfolia proti cyklickým, sezonním či jiným druhům cenových výkyvů. (Rejnuš, 2014; Belás a kol., 2013)

## **7. Funkce politická**

Funkce politická představuje funkci, kterou stát ovlivňuje finanční systém pomocí fiskální a monetární politiky, čímž zároveň ovlivňuje celý ekonomický systém státu se snahou dosáhnout svých stanovených cílů. (Rejnuš, 2014)

V rámci výše uvedených funkcí finančního systému spadají pod správu finančního trhu depozitní a kreditní funkce. Důležité je však zmínit, že všechny funkce jsou na sobě vzájemně závislé a podmiňují se. (Rejnuš, 2014)

### **1.1 Finanční trh**

Finanční trh lze charakterizovat jakožto trh ve finančním systému, kde finanční instrumenty, jako například akcie, které jsou předmětem této práce mohou být kupovány a prodávány. Jinými slovy, finanční trh představuje místo v rámci finančního systému, kde se setkává nabídka s poptávkou po penězích. (Belás a kol., 2013; Madura, 2021)

Na finančním trhu peníze nabízejí investoři neboli účastníci trhu, kteří mají převis peněžních prostředků (též věřitelé). Na druhé straně jsou ti, kteří poptávají volné peněžní prostředky, za které jsou ochotní přeplatit (dlužníci). Věřitelé jsou ochotní se svého kapitálu vzdát za vidinou získání peněz v podobě úroku, nebo také s očekáváním získat dividendový výnos z akcie, či kuponový výnos z dluhopisu. (Madura, 2021; Veselá, 2019)

Finanční trh v rámci ekonomického systému spolupracuje a je závislý také na trhu výrobních faktorů a trhu zboží a služeb. Jejich provázanost je jasná z jakékoliv změny, která se na trzích provede jejichž dopad se přelije i do ostatních trhů celého ekonomického systému. (Rejnuš, 2014)

## 1.2 Rozdělení finančního trhu

Finanční trh lze členit z několika různých aspektů, pro účely této práce je vhodné rozdělit finanční trh na jednotlivé segmenty podle typu investičních instrumentů, které se na jednotlivých trzích obchodují.

Jednotlivé segmenty finančního trhu popisují níže uvedené podkapitoly.

### 1.2.1 Peněžní trh

Peněžní trh představuje trh s investičními nástroji, které mají zpravidla dobu splatnosti do jednoho roku. Krátká doba splatnosti značí, že se investiční instrumenty na peněžním trhu vyznačují větší likviditou. Mezi příklady konkrétních investičních nástrojů peněžního trhu lze zahrnout, směnky, pokladniční poukázky, či depozitní certifikáty. Instrumenty peněžního trhu většinou generují menší výnosy, na druhou stranu jsou však asociovány s malou expozicí vůči kreditnímu riziku. (Madura, 2021; Veselá, 2019)

Mezi hlavní subjekty na peněžním trhu patří centrální a komerční banky (formou reeskontu směnek), nebo stát, který prostřednictvím peněžního trhu emituje státní pokladniční poukázky. (Belás a kol., 2013)

### 1.2.2 Kapitálový trh

Na kapitálovém trhu se obchodují investiční instrumenty s dobou splatnosti delší než jeden rok. Se zvýšenou dobou splatnosti jednotlivých instrumentů lze zároveň pozorovat větší potencionální výnosy, které jsou vykompenzovány také větším rizikem. Mezi hlavní investiční nástroje kapitálové trhu patří dlouhodobé dluhopisy, hypotéční zástavní listy, nebo námi sledované akcie, zároveň pod kapitálový trh spadá trh dlouhodobých úvěrů, například v podobě hypoték, které poskytují komerční banky či jiné finanční instituce. (Madura, 2021; Veselá, 2019; Rejnuš, 2014)

### 1.2.3 Komoditní trh

Na komoditním trhu neboli trhu reálných aktiv, je možné najít investiční instrumenty, které bývají podloženy reálným aktivem. Mezi nejčastěji obchodované komodity patří ropa, nebo drahé kovy, jako například stříbro nebo zlato, do kterých lze investovat skrze slitky či mince. Pozitivní korelace výnosové míry některých reálných aktiv (například zlata) a inflace, způsobuje zvyšující se poptávku po těchto aktivech v dobách krize. Řada investorů investuje do reálných aktiv se snahou diverzifikovat portfolio. Dle Syrového (2022) však není

investice do komodit přímo nutná v případě, že investujeme do společností, jejichž předmět podnikání je přímo spojen s danými komoditami. Například v případě, že předmětem podnikání dané firmy je těžba ropy, lze předpokládat, že při zvyšující se ceně ropy poroste zároveň cena akcie dané společnosti. (Veselá, 2019)

#### **1.2.4 Devizový trh**

Devizový trh neboli trh měnový představuje místo, kde se obchoduje s cizími měnami – devizami. Mezi nejvíce obchodované a zároveň nejvíce likvidní měny na devizovém trhu patří americký dolar, euro, nebo také japonský jen a britská libra. Nejznámější a nejlikvidnější a největší decentralizovaný devizový trh je FOREX, na kterém lze pozorovat obchodování měnových párů 24 hodin denně (mimo víkendy), kde investoři (spekulanti) spekulují na vývoj měnových kurzů jednotlivých měn za účelem zisku, nebo také za účely zahraničního platebního styku. Mezi hlavní výhody obchodování na FOREXu patří jeho velká likvidita, nespočet investičních příležitostí a zároveň možnost profitovat i při poklesu kurzu. Obchodování s devizami je však velice rizikové z důvodu potencionálních změn kurzu a mělo by mu předcházet detailní studium, včetně využití demo účtů. (Hartman, 2023; Belás a kol., 2013; Stroukal a Berka, 2024)

#### **1.2.5 Trh primární a sekundární**

Finanční trhy lze také členit podle toho, zdali se jedná o prvotní prodej, nebo pouze změnu vlastníka daného cenného papíru. V případě prvotní emise cenného papíru se cenný papír bude prodávat na primárním trhu a odměnu za prodaný cenný papír získává jeho emitent. V případě, že nabyvatel, který cenný papír nakoupil se ho rozhodne následně prodat na sekundárním trhu, peníze za prodej cenného papíru na sekundárním trhu již z pravidla nezískává emitent. (Madura, 2021; Rejnuš, 2014)

Trhy primární a sekundární neberou v potaz výše uvedené členění trhů a splatnost cenného papíru pro ně nemá vliv. Toto rozdělení je možné pouze pro volně prodejné investiční instrumenty, jako jsou například akcie, na které je tato práce zaměřena. (Rejnuš, 2014)



## 2 AKCIOVÝ TRH

Akciový trh představuje trh s akciemi, které lze považovat za nejznámější cenný papír na kapitálovém trhu. Zároveň se na akciovém trhu střetává nabídka a poptávka po akciích daných společností. Akciový trh spadá pod trh kapitálový z důvodu, že akcie nemají nijak definovanou dobu splatnosti, a tak je lze držet déle než jeden rok, což je zároveň z hlediska časového testu (neboli osvobození daně z příjmu) doporučováno. (Madura, 2007)

Existuje řada faktorů, které akciové trhy ovlivňují pozitivně či negativně. Mezi tyto faktory můžeme zařadit cenovou inflaci, vývoj úrokových sazeb, nebo například peněžní nabídku. (Belás a kol., 2013)

### 2.1 Akcie

Akcie je majetkový cenný papír, který zároveň představuje částečné vlastnictví společnosti, která dané akcie emitovala. Koupí akcie doprovází řada práv, kterou akcionáři společně s koupí získávají. Mezi tyto práva patří například právo hlasovat na valné hromadě, a tak se podílet na řízení dané společnosti. Taktéž mají nárok na dividendový výnos v případě, že se management dané firmy rozhodne dividendu vyplácet, nebo také právo na podílení se na likvidačním zůstatku. Většina investorů však společně s nákupem akcií určitých společností spekuluje na kladný vývoj této společnosti – tím pádem i samotného kurzu akcie se snahou zhodnotit své finanční prostředky. (Madura, 2021; Hartman, 2023)

Jednotlivé společnosti své akcie emitují na primárním trhu se snahou zajistit finanční prostředky, které daný podnik potřebuje za cenu ztráty kontroly ve společnosti. Zároveň může nastat scénář, kdy původní vlastníci přijdou o majoritní část kontroly, což může výrazně ovlivnit provádění budoucích strategických rozhodnutí. (Jílek, 2009)

#### 2.1.1 Hodnota akcie

Dle Hartmana (2023) lze u akcií rozlišovat různé hodnoty:

##### 1. Nominální hodnota

Nominální hodnota představuje přesný podíl vlastnictví dané společnosti, součet všech nominálních hodnot emitovaných akcií se rovná základnímu kapitálu firmy.

##### 2. Tržní hodnota

Tržní hodnota znázorňuje prodejní cenu (kurz) dané akcie, za kterou se prodává na trhu.

### 3. Dividendová hodnota

Dividendová hodnota představuje dividendu, kterou se společnost může, ale nemusí rozhodnout vyplácet.

#### 2.1.2 Druhy akcií

Akcie lze dělit několika možnými způsoby. Mezi nejčastější rozdělení akcií patří jejich rozdělení na kmenové a prioritní, tyto pojmy jsou vysvětleny níže.

##### 1. Kmenové akcie

Vlastníci kmenových, nebo také běžných akcií mají čtyři základní práva, mezi které patří právo podílet se na řízení společnosti formou valné hromady, Dle Madury (2021) tohoto práva většina investorů však nevyužívá, a tak může vedení společnosti prosazovat svá rozhodnutí. Vlastníci kmenových akcií mají zároveň nárok na vyplacení dividendy, v případě likvidace firmy mají právo na podíl likvidačního zůstatku a také mají právo pro přednostní úpis nových akcií. (Veselá, 2019)

##### 2. Prioritní akcie

Jak již název napovídá prioritní akcie mají vůči kmenovým akciím řadu výhod. Mezi hlavní výhody prioritních akcií je jejich přednostní vyplacení dividend, které velice často nejsou vázány na výsledky firmy, nýbrž bývají fixní. Není to však pravidlem. Jakožto další výhodou je také prioritní vyplacení podílu v případě likvidace dané společnosti. Vlastnictví prioritních akcií však přináší také určité nevýhody. Mezi hlavní nevýhody patří vzdání se hlasovacího práva na valné hromadě, nevýhodou také může být již zmíněná fixní dividendy, která může pro držitele prioritních akcií znehodnocovat potencionální růst společnosti. (Madura, 2021; Hartman, 2023)

##### 3. Zaměstnanecké akcie

Zaměstnanecké akcie mohou emitovat určité firmy svým zaměstnancům se snahou zaměstnance motivovat. Zaměstnanci si tyto akcie mohou nakupovat za zvýhodněný kurz, nebo je dostávají zdarma. Vlastníci zaměstnaneckých akcií mají stejná práva jakožto, vlastníci kmenových akcií. V případě, že je se zaměstnancem ukončen pracovní poměr, nebo zaměstnanec zemře, musí být všechny zaměstnanecké akcie navraceny firmě, jedinou výjimkou je zaměstnancův odchod do důchodu. (Jílek, 2009)

### 2.1.3 Podoba akcie

Akcie mají dvě různé podoby. V případě, že je daná akcie pouze elektronicky zapsána v registru cenných papírů, lze o ní říct, že je zaknihovaná. V případě, že investor vlastní danou akcii vlastní i fyzicky, jedná se o podobu listinnou, která musí mít určité náležitosti, jako je například číselné označení dané akcie. Listinná forma akcie může být registrovaná buď na jméno, kdy je daný cenný papír přímo spojen s určitým akcionářem a veškerá již zmíněná práva, které vlastníci akcií mají, nabývá pouze daný akcionář, nebo na doručovatele, kdy akcie není přímo spojená s daným investorem, ale práva z vlastnictví akcie získává momentální vlastník daného cenného papíru. (Hartman, 2023; Jílek, 2009)

## 2.2 Faktory ovlivňující cenu akcií

Cena akcií je určována nabídkou a poptávkou. Pokud se zvýší poptávka po dané akci, poroste zároveň její cena, opačný vývoj ceny akcie lze očekávat v případě snížení poptávky po daném cenném papíru, cena se neustále vyvíjí. Mezi faktory, které mohou zvýšit poptávku po dané akci jsou například rostoucí zisky společnosti, očekávání zvýšení dividend, jiná pozitivní zpráva o společnosti, nebo také rozmach celého odvětví, ve kterém daná firma podniká. Zároveň zprávy naznačující negativní vývoj společnosti či celého odvětví mohou snížit poptávku po dané akci a tím pádem snižovat její cenu. Důležité je však zmínit, že samotná rozhodnutí managementu, nebo například soudní spor, který společnost vede, může ovlivňovat cenu akcií negativně, a to i přesto, že je dané odvětví v rozmachu. (Hartman, 2023)

### 2.2.1 Makroekonomické faktory

Významným faktorem ovlivňující cenu akcií je také hospodářský cyklus, přestože ho akcie zpravidla o 6 měsíců předbíhají, očekávání investorů ohledně vývoje ekonomiky zároveň výrazně ovlivňuje jejich rozhodnutí ohledně nákupu či prodeje akcií (Hartman, 2023)

Níže jsou uvedené makroekonomické faktory nejvíce ovlivňující akciové trhy.

#### 1. HDP

Hrubý domácí produkt představuje hodnotu veškerého zboží a služeb vyrobeného na určitém území v určitém období. HDP slouží jakožto jeden z ukazatelů reálného výstupu ekonomiky. V případě, dlouhodobého investičního horizontu je vztah mezi HDP a akciovými trhy pozitivní a úzce spjatý. Kratší investiční horizont však snižuje správnost celého vztahu, a to

z důvodu, že akciové trhy celý ukazatel o několik měsíců předstihují. (Madura, 2021; Musílek, 2011)

## 2. Cenová inflace

Vztah mezi inflací a akciovými trhy není tak přímočarý, jak se může na první pohled zdát. Existuje řada teorií, které negativní vliv inflace na akciové trhy popírají. (Veselá, 2019)

V rámci této práce se však podívejme na tento vztah z pohledu makroekonomie. Z pohledu makroekonomie lze popsat negativní vliv inflace na vývoj akciových kurzů, z důvodu zvýšeného rizika a nejistoty, spojeného se zpomalením rychlosti růstu ekonomiky. Dle Chovancové et al. (2017) jsou akcie schopny inflaci v dlouhodobém období porážet a generovat pozitivní výnosovou míru, z krátkodobého hlediska však nedokážou akcie držet tempo růstu s inflací. (Veselá, 2019)

## 3. Úrokové sazby

Neočekávané změny úrokových sazeb mají inverzní charakter ve vztahu k vývoji cen akcií. Zvýšení úrokových sazeb působí na akcie negativně. Opačný efekt má snížení úrokových sazeb, které ovlivňuje akciové tituly pozitivně. (Musílek, 2011)

Tento inverzní vztah má řadu vysvětlení. Prvním vysvětlením z pohledu firem je vysoká úroková míra výrazně ovlivňující možnosti firmy investovat z důvodu zvýšených nákladů na cizí kapitál. (Veselá, 2019)

Z pohledu investora má toto tvrzení také rozumné vysvětlení. V případě, že investor neinvestuje „naslepo“, ale snaží se jednotlivé akcie ohodnotit skrze diskontování budoucích výnosů z akciových titulů na jejich současnou hodnotu. K diskontování se pak často používá požadovaná výnosová míra, která se úměrně zvyšuje s úrokovými sazbami což vede k snižování současné hodnoty akcií. (Veselá, 2019)

Úrokové sazby ovlivňují také dluhopisový trh, avšak opačným způsobem než trh akciový. Řada investorů s vidinou zisku tedy stahuje svou likviditu z akciového trhu v dobách vysokých úrokových sazeb, a naopak investuje do trhu dluhopisového. Tímto klesá poptávka po akciových titulech, způsobující pokles jejich cen. (Veselá, 2019)

## 4. Nezaměstnanost

Zvýšení míry nezaměstnanosti je dobrým předpokladem pro růst ceny akcií, z důvodu snižování úrokových sazeb, jejichž změna přímo ovlivňuje akciové trhy. I přesto lze říct, že

vliv nezaměstnanosti je vůči ostatním zmíněným makroekonomickým faktorům poněkud zanedbatelný. (Kohout, 2013)

## 5. Peněžní nabídka

Zvyšování peněžní nabídky může mít kladný vliv na vývoj akciových trhů. Dle Veselé (2019) je důvodem nadbytečná likvidita. Právě nadbytečná likvidita způsobuje zvýšenou poptávku právě po akciích či jiných investičních produktech. Tento výrok také doplňuje Chovancová et al. (2017), která tvrdí, že zvýšení peněžní nabídky prvotně způsobí zvýšenou poptávku na dluhopisovém trhu, což automaticky způsobí růst jejich cen a tím pádem také pokles jejich výnosů, na což se řada věřitelů přeorientuje na akciové trhy, zapříčiňující zvýšení cen akcií.

Důležité je také zmínit závislost peněžní nabídky a úrokových sazeb a jejich inverzní vztah. Zvýšení peněžní nabídky efektivně způsobuje pokles úrokových sazeb, díky čemuž je pro společnosti cizí kapitál levnější, což umožňuje firmám zvýšit investice a zisky společnosti. (Chovancová et al., 2017)

Z jednotlivých uvedených makroekonomických faktorů, které ovlivňují ceny akcií je zřejmá jejich naprostá provázanost a zároveň důležitost pro vývoj akciového trhu.

### 2.2.2 Ostatní faktory ovlivňující cenu akcií

Existuje také řada faktorů, které nelze příliš předpovídat a vytvořit prognózu, jako tomu je v případě makroekonomických faktorů, nebo účetních výkazů firem. I přesto tyto faktory mohou výrazně ovlivnit nejen akciové trhy, ale celou ekonomiku daného státu (či států jiných).

Mezi faktory, které mají sílu ovlivnit celou ekonomiku státu lze zařadit korupci v podobě zpronevěry veřejných prostředků nebo úplatky, což může způsobit zvýšení nákladů veřejných projektů nebo úpadek konkurenceschopnosti. (Chovancová et al., 2017)

Jakožto další faktor, který má schopnost výrazně ovlivnit ekonomiku lze zařadit katastrofické události, jako například zemětřesení, nebo tornádo, které může mít dopad nejen na výrobu nebo infrastrukturu a následné náklady na její opravu, ale také na lidské životy či psychické zdraví obyvatel. (Chovancová et al., 2017)

Výrazný a neřiditelný faktor, který může způsobit výkyv akciových trhů ať už pozitivně, nebo negativně, je politická situace a události ve světě. Politický vliv na ekonomiku a akciové trhy lze sledovat nejčastěji v období voleb, po jejichž ukončení lze často pozorovat

rozdíl v investičních rozhodnutích obyvatel. Výsledky voleb nejsou jediným politickým faktorem, který má schopnost výrazně ovlivnit akciové trhy. Mezi další můžeme zařadit například války, revoluce, nebo také znárodnění. V případě největších ekonomik jako jsou Spojené státy americké lze sledovat politický vliv také na akciové trhy Kanady či jiných zemí na základě jejich provázanosti. (Chovancová et al., 2017; Kohout, 2013)

### 2.3 Dividendy

Dividenda představuje podíl na zisku společnosti, na kterou má právo akcionář, který akcii vlastní v rozhodný den pro výplatu dividendy.

Vyplacená dividenda je přímým důkazem o finanční situaci podniku. V případě, že je firma schopna vyplácet dividendu svým akcionářům lze předpokládat, že má dostatečné finanční prostředky. Naprosto odlišná situace, kdy má firma důvod nevyplácet dividendy je v případě její slabší finanční situace, která zapříčiňuje, že většinu zisku musí využít pro zaplacení svých závazků. V tomto případě je rozhodnutí nevyplácet dividendy sice logické, avšak je často třeba hledat problém v managementu, který podnik do této pozice dostal. (Peters, 2008; Graham, 2007)

Vyplácení dividend má také schopnost snižovat riziko jednotlivých akcií, a to z důvodu, že případné snížení tržní ceny akcie zvyšuje dividendový výnos. V případě, že společnost dividendu nemá, investor ztrácí tuto bonusovou ochrannou složku. Společnost sice může na základě případného poklesu tržní ceny akcie dividendu také snížit, neděje se to však často. (Gladiš, 2005)

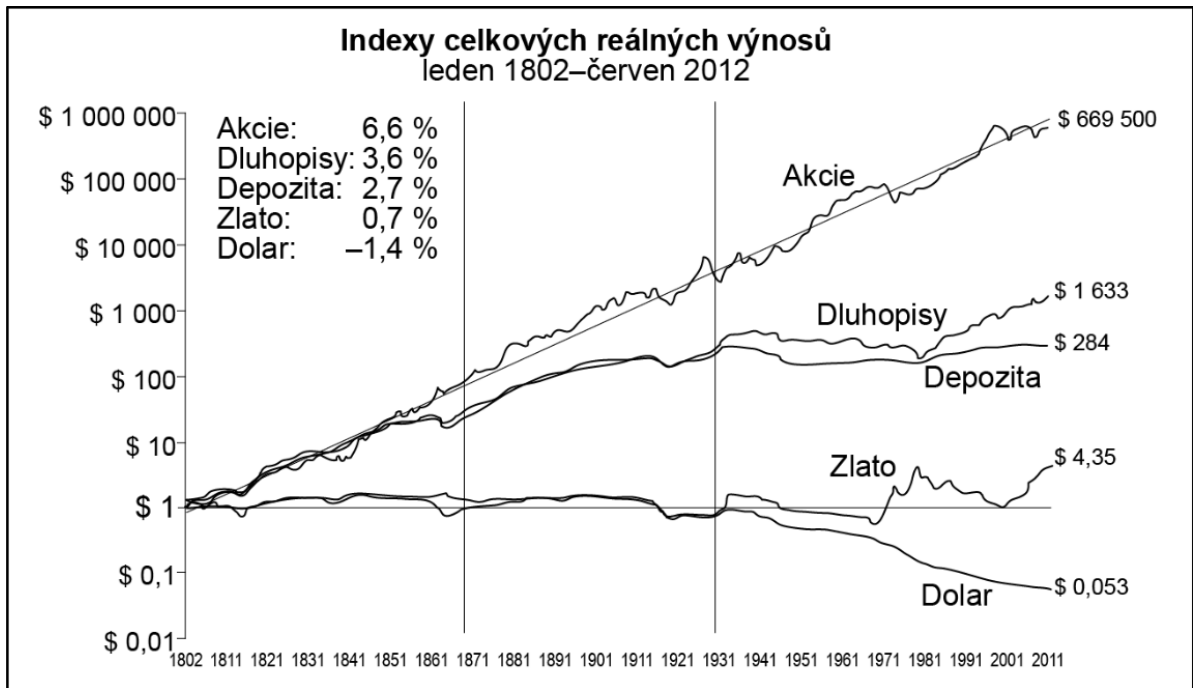
Jakožto poslední velkou výhodou pro akcionáře z hlediska investic do akcií, které vyplácejí dividendu, jsou historická data. Tato data ukazují, že akcie, které vyplácejí dividendu statisticky překonávají akcie, které dividendu nevyplácejí. (Gladiš, 2005).

### 2.4 Motivace pro investování na akciovém trhu

Dle Gladiše (2021) můžeme peníze využít ke spotřebě či je investovat. Investováním se člověk vzdává momentální možnosti peníze spotřebovat se snahou zajistit si větší kupní sílu v budoucnu.

Hlavním důvodem investování pro většinu investorů v dnešní době je nejspíše inflace. V případě, že člověk neinvestuje, musí být ochotný přijmout nekompromisní inflaci, která z jeho úspor neustále ukrajuje jejich kupní sílu. Hlavní důvod, proč si jakožto předmět své

investice vybrat právě akciové trhy znázorňuje níže uvedený graf, na základě kterého lze pozorovat reálný výnos (tedy skutečný peněžní výnos po odečtení vlivu inflace) jednotlivých druhů aktiv na americkém finančním trhu, kterému z pohledu výnosnosti akcie jasně dominují. Graf zároveň znázorňuje výnosové míry dluhopisů a peněžního trhu, mimo to také zaznamenává výrazný propad kupní síly držené hotovosti a reálné výnosy zlata, které dlouhodobě funguje jakožto uchovávatel hodnoty. (Gladiš, 2021; Siegel, 2011)



Obrázek 1 Reálné výnosy jednotlivých druhů aktiv, zdroj: *Jeremy J. Siegel: Stocks for the Long Run, McGraw - Hill 2014*

### 3 PŘÍSTUPY K ANALÝZE CENNÝCH PAPÍRŮ

Investování na kapitálových trzích může být velice lákavé, díky vidině vysokých potencionálních výnosů. Nedílnou částí úspěšného investování je však také příprava a studium. Velká část studia by měla být zaměřena na snahu porozumět vývoji akciových trhů, k čemuž mohou pomoci analýzy. Mezi nejčastěji používané analýzy, které se pro snahu prognózovat akciový trh využívají patří fundamentální, technická a psychologická analýza. Jednotlivé analýzy jsou založeny na odlišných metodologiích, které mohou a často bývají kombinované, se snahou zvýšit šance pro správný odhad. Existují však také zastánci takzvané „Random walk“, kteří zastávají názor, že se investiční instrumenty včetně akcií vyvíjejí zcela náhodně, toto tvrzení však naprosto vyvrací investoři s dlouholetými vysoko nadprůměrnými výnosy. (Chovancová et al., 2017; Král, 2008)

Naprostou nahodilost, kterou zastávají zastánci „Random Walk“ také vyvrací Hurstův exponent, který je možné určit pomocí Rescaled Range Analysis. Skutečně nahodilý vývoj daného podkladového aktiva lze pozorovat pouze v případě, že se Hurstův exponent rovná hodnotě 0,5. V případě, že je hodnota Hurstova exponentu větší než 0,5 můžeme pozorovat kladnou korelaci, v rámci, které můžeme předpokládat, že se cena akcie bude vyvíjet v současném trendu. V případě, že hodnota Hurstova exponentu bude menší než 0,5 bude možné pozorovat negativní korelaci v rámci které můžeme prognózovat, otočení trendu a změnu v dosavadním vývoji. (Peters, 1994)

#### 3.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je dle Veselé (2019) nejkompexnější a zároveň nejpopulárnější analýzou akciových trhů. Podstatou fundamentální analýzy je snaha odhalit dílčí části zkoumaného instrumentu, jejich vzájemné vztahy a určení, které vnější faktory daný instrument nejvíce ovlivňují. (Král, 2008)

Fundamentální analýza si klade za cíl určit vnitřní hodnotu akcie a porovnat ji s její tržní cenou. Jinými slovy se fundamentální analýza snaží zjistit, zdali je daná akcie trhem správně ohodnocena či nikoliv. V případě, že je ohodnocená nesprávně, je třeba zjistit, zdali je podhodnocená, či nadhodnocená. (Veselá, 2019; Chovancová et al., 2017)

V případě, že je akcie dané společnosti nadhodnocená, lze s velkou pravděpodobností očekávat pokles její ceny. Naopak v případě, že je daná akcie z pohledu fundamentální



analýzy podhodnocená, lze očekávat, že její cena v nejbližší době poroste, a pro investora využívající fundamentální analýzu může být dobrým předmětem investice. (Král, 2008)

Dle Jílka (2009) má však fundamentální analýza významnou chybu. Při určování vnitřní hodnoty společnosti se analytik odráží z budoucích očekávaných výnosů a velice často se tedy může stát (a stává), že budoucí výnosy analytik nadhodnotí, což může výrazně ovlivnit celkovou správnost fundamentální analýzy.

Jednotlivé segmenty, které fundamentální analýza zkoumá, jsou popsány v níže uvedených podkapitolách.

### **3.1.1 Makroekonomická analýza**

Makroekonomická neboli také globální analýza, je důležitou součástí fundamentální analýzy z důvodu velice pravděpodobných prognóz celé ekonomiky státu. Pro určení současného stavu a možnosti tvořit potencionální prognózy do budoucna, je důležité znát makroekonomické faktory, jako jsou například již zmíněné úrokové sazby, peněžní nabídka, inflace, nebo hrubý domácí produkt (makroekonomické faktory, které jsou zároveň součástí praktické části této práce již byly podrobněji rozepsány v kapitole 2.2.1) jejich nejen vzájemný vztah, ale také vliv na ekonomiku, čímž se jejich vliv zároveň odráží na akciové trhy. Dle Krále (2008) má však makroekonomická analýza významný nedostatek, a to je zpoždění s jakým jednotlivé makroekonomické ukazatele ekonomiku prezentují. Proto je nutné, aby byl daný analytik zkoumající makroekonomický stav schopný nacházet odchylky mezi výsledky a skutečným momentálním stavem. (Veselá, 2019; Chovancová et al., 2017)

### **3.1.2 Odvětvová analýza**

Samotné odvětví, ve kterém se daná společnost angažuje, může výrazně ovlivnit vnitřní hodnotu akcie, a tím pádem se stává zájmem fundamentální analýzy. Fundamentální analýza odvětví, se snaží zaměřit na charakteristické znaky daného odvětví, které mohou ovlivňovat stabilitu zisků a tržeb, nebo v jaké míře je dané odvětví ovlivňováno státem a zároveň prognózovat budoucí vývoj odvětví. (Veselá, 2019; Chovancová et al., 2017)

Jednotlivá odvětví na hospodářský cyklus reagují s jinou mírou citlivosti. V následujících bodech budou jednotlivé typy odvětví rozděleny na základě jejich citlivosti ke změnám hospodářského cyklu.

#### **1. Cyklická odvětví**

Cyklická odvětví lze charakterizovat jakožto odvětví, které kopíruje hospodářský cyklus. Jinými slovy v případě, že ekonomika roste, lze očekávat také růst těchto odvětví. Stejně tak lze očekávat úpadek tržeb a zisků společností spadající do cyklického odvětví v obdobích recese z důvodu snížené poptávky, což mimo jiné přímo způsobuje pokles cen akcií těchto společností na akciovém trhu. Mezi společnostmi, které spadají do cyklického odvětví lze zařadit například automobilový průmysl, stavebnictví, nebo hotelnictví. (Veselá, 2019; Chovancová et al., 2017)

## **2. Neutrální odvětví**

Jak již název napovídá, společnosti spadající do neutrálního odvětví jsou takové, jejichž zisky a tržby nejsou příliš ovlivněny hospodářským cyklem. Neutrální odvětví produkuje výrobky a služby, které jsou pro zákazníky nezbytné a případná recese příliš neovlivní poptávku. Pro výrobky vyráběné neutrálním odvětvím je typická nízká cenová elasticita, která je způsobená jejich nezbytností. Typickým příkladem neutrálního odvětví je potravinářský průmysl, výroba tabákových výrobků, nebo alkoholických nápojů. (Veselá, 2019; Chovancová et al., 2017)

## **3. Anticyklická odvětví**

Anticyklická odvětví jsou taková, která zaznamenávají zvýšení zisků a tržeb v dobách recese, kdy naopak klesají zisky společností cyklického odvětví. Anticyklická odvětví často vytvářejí levnější substituty luxusnějších produktů. V minulosti byli jasnými představiteli anticyklického odvětví například videopůjčovny, které sloužily jakožto substitut kinům, jejichž vstupné se zvyšovalo, nebo kabelová televize, která nahrazovala cestování či jiný druh zábavy. (Veselá, 2019; Chovancová et al., 2017)

Citlivost firem ve vztahu k hospodářskému cyklu také ovlivňuje podíl variabilních nákladů vůči fixním nákladům. Vyšší podíl variabilních nákladů omezuje citlivost na hospodářský cyklus, jelikož umožňuje firmě snáz reagovat na snížení poptávky, která přímo způsobí snížení objemu celkové prodané produkce. Opačný efekt má vysoký podíl cizích zdrojů, zvyšující celkovou zadluženost a tím pádem také rizikovost dané firmy, která se stává citlivější na možný negativní vývoj hospodářského cyklu. (Veselá, 2019)

### **3.1.3 Mikroekonomická analýza**

Mikroekonomická analýza představuje analýzu na úrovni firem. Součástí fundamentální analýzy na mikroekonomické úrovni je finanční analýza, zároveň jsou součástí

mikroekonomické analýzy také nefinanční ukazatele, mezi které patří například kvalita managementu, nebo konkurenční výhoda dané společnosti na trhu. Předmětem finanční analýzy je snaha zjistit finanční zdraví dané společnosti, a prognózovat její budoucí vývoj pomocí výročních zpráv, rozvahy, výkazu peněžních toků, nebo výkazu zisku a ztrát. (Král, 2008)

Základním kamenem finanční analýzy jsou takzvané poměrové ukazatele. Jak již název napovídá, poměrové ukazatele vyjadřují poměr mezi určitými položkami. Vzájemný poměr ukazatelů, má často větší vypovídající hodnotu než samotné původní poměřované hodnoty. (Král, 2008)

Mezi nejčastější skupiny poměrových ukazatelů využívaných při fundamentální analýze patří:

### 1. Ukazatele rentability

Rentabilita představuje výnosnost vloženého kapitálu a využívá se k posouzení schopnosti podniku dosahovat zisk uplatněním investovaného kapitálu. (Knápková a spol., 2017)

Return on Assets, neboli rentabilita aktiv představuje velice důležitý poměrový ukazatel měřící produkční sílu podniku. Pomocí využití EBIT (zisk před úroky a zdaněním) v čitateli, je možné sledovat výkonnost podniku nezátíženou zadlužením. (Knápková a spol., 2017)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Celková aktiva}} \quad (1)$$

Return on Equity, česky Rentabilita vlastního kapitálu, představuje výnosnost kapitálu, který do firmy vložili jeho vlastníci včetně akcionářů. V rámci tohoto hlediska se obecně využívá EAT (čistý zisk). (Král, 2008)

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (2)$$

Z hlediska výběru akcií, které jsou z pohledu fundamentální analýzy vhodné kupovat, je důležitá co možná nejvyšší hodnota obou výše uvedených ukazatelů společně s jejich dlouhodobým a pravidelným růstem. (Král, 2008)

Dle Chovancové et al. (2017) je v rámci finanční analýzy také vhodné provádět analýzu aktivity, která znázorňuje, zdali daná společnost využívá vlastní zdroje efektivně. Mezi poměrové ukazatele využívané pro analýzu aktivity, se využívají ukazatele obratu zásob, obratu celkových aktiv, nebo obratu hmotného investičního majetku. Tomuto názoru oponuje Král (2008), který analýzu aktivity neprovádí a tvrdí, že provádět analýzu aktivity

společnosti dává smysl pouze v případě, že akcie dané společnosti dlouhodobě klesají. V tomto případě může analýza aktivity pomoci s určením, do kdy bude daná společnost v úpadku. I přesto je vhodnější a rychlejší pro tyto účely využít technickou analýzu.

## 2. Ukazatele likvidity

V praktické části této práce se využívá Current ratio neboli běžná likvidita. Běžná likvidita, také známá jakožto likvidita 3. stupně znázorňuje kolikrát pokrývají krátkodobá aktiva krátkodobé závazky. Knápková a spol. (2017) doporučuje, aby se hodnota běžné likvidity pohybovala mezi 1,5-2,5. Tuto doporučenou hodnotu taktéž doporučuje Graham (2007), který tvrdí, že by poměr krátkodobých aktiv a krátkodobých pasiv měl být aspoň 2:1 v případě průmyslových společností. Obdobně na běžnou likviditu pohlíží Gladiš (2005), který tvrdí, že jedno z kritérií pro vhodnou investici je dostatečné zdraví společnosti, které se projevuje nejen běžnou likviditou, jejichž hodnota by měla být aspoň 2.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (3)$$

## 3. Ukazatele zadluženosti

Důležitým ukazatelem, který nám řekne, zdali je daná společnost dostatečně finančně zdravá, je také přiměřená míra zadluženosti. Zadluženost podniku budeme počítat ukazatelem Debt to Equity. Ze jména ukazatele je již jasné, že budeme sledovat poměr dluhu k vlastnímu kapitálu dané společnosti. Dle Gladiše (2005) je maximální přípustná hodnota 0,6. Důležité je však také, aby zadluženost nebyla příliš nízká. Příliš nízká zadluženost může často naznačovat, že společnost nekvalitně využívá finanční zdroje. Využívání cizího (vypůjčeného) kapitálu může být často levnější než využívání akciového kapitálu. Je však důležité brát v potaz odvětví v jakém daná společnost podniká, u bank bude míra zadluženosti pochopitelně razantně vyšší.

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (4)$$

## 4. Ukazatele kapitálových trhů

Price to Earnings (neboli P/E) patří mezi klíčové ukazatele pro investory a na základě jeho anglického názvu lze pochopit, že se jedná o poměr mezi cenou a ziskem na jednu akcii, jinými slovy nám říká, za kolik let se námi investovaný kapitál vrátí. Na základě tohoto tvrzení lze říci, že čím vyšší je P/E tím vyšší je cena akcie. Nižší P/E zároveň plní předpoklad pro rychlejší růst daného aktiva. (Gladiš, 2005; Král, 2008)

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Zisk na akcii po zdanění}} \quad (5)$$

Price to Book value představuje poměr mezi cenou jedné akcie k účetní hodnotě. V případě, že se výsledek ukazatele rovná 1, lze říct, že se cena akcie rovná její účetní hodnotě. Na základě tohoto vztahu je velice lehké pochopit, že je vhodné kupovat akcie s co možná nejnižším P/BV. Důležité je však také vnímat akcie, které mají hodnotu P/BV vyšší než 1, i přesto, že se na první pohled může zdát, že jsou tyto akcie nadhodnocené, tak do určité míry může být celý ukazatel podporován svou rozvahou. (Gladiš, 2005)

$$P/BV = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Účetní hodnota}} \quad (6)$$

Ukazatel Earnings per share vyjadřuje celkový čistý zisk, který připadá na jednu akcii. (Chovancová et al., 2017)

$$EPS = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Počet akcií}} \quad (7)$$

### 3.1.4 Metody pro určení vnitřní hodnoty akcie

Mikroekonomická část fundamentální analýzy si klade za cíl najít podhodnocené akcie. Akcii lze považovat za podhodnocenou v případě, že její vnitřní hodnota je nižší než její tržní cena. K určení vnitřní hodnoty dané akcie existuje řada modelů. Dle Veselé (2019) patří mezi nejpropracovanější a nejpřesnější modely pro učení vnitřní hodnoty ty, které berou v potaz časovou hodnotu peněz. Mezi modely splňující tuto podmínku lze zařadit dividendové diskontní modely, ziskové modely a cash flow modely. Dle Chovancové et al. (2017), může být dividendový diskontní model poměrně špatně implementován z důvodu nutné znalosti údajů z minulosti a zároveň nutnosti prognózovat údaje do budoucnosti. V případě, že daná společnost v minulosti nevyplácela dividendy, analytikovi budou chybět potřebné údaje.

V níže uvedených bodech budou popsány jednotlivé metody pro určení vnitřní hodnoty akcie:

#### 1. Dividendové diskontní modely

Dle Veselé (2019) se jedná o nejvíce propracovanou metodu z teoretického pohledu. Uvádí však, že prognóza absolutních částek pro dlouhodobý horizont je velice nepřesná. Chovancová (2017) zároveň doplňuje, že aplikování dividendového diskontního modelu je

poměrně problematické z nutnosti znát údaje z minulosti a zároveň být schopný prognózovat budoucí údaje.

Dividendové diskontní modely vychází z předpokladu, že vnitřní hodnota dané akcie je určena současnou hodnotou všech budoucích příjmů. Jak již název modelu napovídá, s dividendami jakožto předmětem budoucích příjmů musí dividendové diskontní modely pracovat vždy. V rámci výpočtů je však možné model doplnit o prodejní cenu v případě, že se chystá brzký prodej dané akcie. (Veselá 2019)

## **2. Ziskové modely**

Ziskové modely, jsou dle Musílka (2011) ve vyspělých zemích oblíbenější a více využívané než dividendové diskontní modely. Ziskové modely jsou založené na veličině čistého zisku a nejčastěji je primárním ukazatelem již zmíněné P/E ratio. Popularita tohoto ukazatele je zapříčiněna jeho jednoduchostí a lehkou aplikací. Existují však překážky, hlavní nevýhodou ukazatele je jeho potencionální zkreslenost z důsledku využívání dané účetní metodiky. Ukazatel je zároveň nevhodný pro použití na společnost, která negeneruje zisk (tato problematika je dále rozepsána v kapitole 4.2.1). (Veselá, 2019)

Dalším populárním ukazatelem pro ziskové modely je ukazatel P/BV, který má také řadu omezení. Veselá (2019) doporučuje tento ukazatel doplnit o jeho porovnání s ukazatelem rentability vlastního kapitálu. V případě, že má daná společnost vysokou hodnotu ukazatele rentability vlastního kapitálu společně s nízkou hodnotou ukazatele P/BV, lze předpokládat, že je společnost podhodnocená a má zároveň vysoký potenciál růstu.

## **3. Cash flow modely**

Cash flow modely na rozdíl od ziskových a dividendových modelů nepracují pouze s částí čistého zisku. Zároveň je pro cash flow modely předpoklad stanovení celkové hodnoty dané společnosti. Dle Veselé (2019) jsou cash flow modely vhodnou volbou v případě, že daný analytik chce danou společnost zkoumat a zhodnotit z širšího hlediska, než umožňují dva výše uvedené modely, které nejsou dle řady analytika příliš přesné a v případě, že daná společnost dividendy nevyplácí, nelze určité dividendové a ziskové modely použít. (Musílek, 2011)

### 3.2 Technická analýza

Technická analýza jakékoliv studium fundamentů sledovaného aktiva odmítá, a zároveň se nijak nezabývá jeho vnitřní hodnotou. Technická analýza se specializuje na správné načasování nákupů během kurzovního minima a prodejů během kurzovního maxima. Mezi její hlavní parametry patří cena, objem a čas. Jinými slovy technická analýza nepomáhá odpovědět na otázky CO nakupovat a PROČ dané aktivum nakupovat, ale odpovídá na otázku KDY dané aktivum nakupovat a prodávat. Na tuto otázku odpovídá pomocí zkoumání minulého vývoje investičního instrumentu, cenové volatility a objemu obchodů za určité období. (Veselá, 2015; Gladiš, 2005; Drasnar, 1995)

Jakožto hlavní předpoklad pro fungování technické analýzy je teorie, že se ceny investičních nástrojů pohybují v určitém trendu, který po určitou dobu trvá. Díky několika po sobě jdoucích trendech lze v grafu pozorovat opakující se formace. V rámci technické analýzy lze využívat takzvané technické indikátory, které mohou trend předpovídat, mezi tyto indikátory lze jmenovat například oscilátory, určující přeprodanost či překoupenost daného trhu. Další skupina indikátorů naopak může informovat o právě probíhajících trendech. Tuto schopnost mají trendové indikátory, mezi které lze řadit například klouzavé průměry. (Veselá, 2015)

Na trhu lze zaznamenávat primární trend, který je dlouhodobý, trvající 1 až 3 roky a na základě růstu či poklesu trhu je znám jakožto býčí, nebo medvědí trh. V období primárního trendu lze očekávat růst či pokles ceny aktiva minimálně o 20 %. Sekundární trend plní funkci korekce primárního trhu, v rámci které lze sledovat krátkodobý výkyv trendu. Sekundární trend může trvat od 3 týdnů po 3 měsíce. Jakožto třetí a poslední typ trendu lze sledovat takzvaný terciální trend, který reaguje na určitý rozruch a trvá od několika málo hodin do 3 týdnů. (Jílek, 2009)

Techničtí analytici pro zjednodušení, seskupení a zvýšení celkové šance pro úspěšnou analýzu využívají grafy. Mezi nejčastěji používané grafy lze zařadit čárkový graf, sloupcový, nebo také svíčkový graf. Grafy slouží k určení minulých trendů, které mají potenciál se opakovat. Dle Chovancové et al. (2017) lze v grafech sledovat takzvané reverzní formace, které naznačují konec jednoho trendu a nástup trendu nového. Mezi tyto reverzní formace lze považovat dvojitý či trojitý vrchol, nebo hlavu a ramena. Další typem formace jsou formace konsolidační, které vznikají po prudkém cenovém pohybu, kdy cena aktiva nepokračuje v daném trendu, ale pohybuje se více méně do boku. Mezi konsolidační formace lze považovat například formaci stoupajících či klesajících vlajek, nebo trojúhelníků.

Jakožto třetí typ grafických formací jsou takzvané mezery, které tvoří mezeru mezi dvěma svíčkami. Mezery bývají zapříčiněny klíčovými informacemi, které výrazně ovlivní cenu sledovaného aktiva. (Turek, 2011)

Technická analýza má však také určitá negativa, nejspíše nejvýznamnějším negativem je vysoká frekvence obchodů, která technickou analýzu doprovází a které následně způsobují vysoké transakční náklady, které byly na základě různých studií spojeny s výrazným zaostáváním za trhem (viz. kapitola 4.1). (Jílek, 2009)

### 3.3 Psychologická analýza

Akciové trhy jsou ovlivňovány velkou řadou faktorů. Jedním z těchto faktorů je také iracionalita účastníků trhu. Psychologická analýza tedy nezkoumá samotný cenný papír (v našem případě akcii), ale spíše účastníka trhu samotného. (Veselá, 2019)

Významným jménem v oblasti psychologické analýzy je psycholog Gustave Le Bon, který přišel s takzvanou psychologií davu. Dle Le Bona (2016), lze za dav považovat skupinu lidí, která má určitý cíl. V rámci davu jdou osobnostní charakteristiky jedinců do pozadí a v rámci davu se vytvoří kolektivní duše. Plummer (2008) Le Bona doplňuje a říká, že dav vzniká skrze reakci na určitou hrozbu. Zároveň tvrdí, že členy davu nelze považovat za neinteligentní, jejich racionální myšlení bylo potlačeno z důvodu vzniklé hrozby.

Koncept psychologie davu také inspiroval řadu ekonomů, kteří celý koncept implementovali na finanční trhy.

#### 3.3.1 André Kostolany

Kostolany rozděluje účastníky trhu na takzvané hráče, kteří tvoří 90 % účastníků a spekulanty, tvořící zbylých 10 %. Hráči tvoří již zmíněný dav, obdobně jako tomu bylo v teorii Le Bona. Racionální chování hráčů jde do postranní, hráči se tedy primárně řídí tipy, s vidinou velkých zisků a takzvaně plují s proudem. V případě, že dav začne nakupovat, budou směle nakupovat s ním, to samé od hráčů lze očekávat také v případě hromadného prodeje. (Chovancová et al., 2017)

Na druhou stranu lze sledovat spekulanty, kteří hledají za chováním davu určité odůvodnění. V případě, že pro chování davu žádný racionální důvod nenajdou, je velice možné, že se rozhodnou naopak plout proti proudu. (Chovancová et al., 2017; Veselá, 2019)



Na základě Kostolanyho strategie může být trh buďto vyprodaný, nebo vykoupený. V případě, že větší podíl cenných papírů vlastní v daný moment hráči, lze trh nazvat vykoupeným, naopak v případě, že větší objem vlastní spekulanti, trh je v daný moment vyprodaný. (Chovancová et al., 2017)

### **3.3.2 George Drasnar**

George Drasnar tvrdí, že hlavní dvě síly určující dynamiku lidské mysli a tím pádem i chování na finančních trzích jsou chamtivost a strach. Tyto dvě síly mají zároveň schopnost ovlivňovat vývoj ceny. V případě převládající chamtivosti lze sledovat pozitivní vývoj na trzích, negativní vývoj je možné naopak sledovat v případě převládajícího strachu. (Drasnar, 1995; Chovancová et al., 2017)

## 4 INVESTIČNÍ STRATEGIE

Začátku investičního procesu každého investora by mělo předcházet sestavení a utvrzení investiční filozofie a její následnou aplikaci.

Není důležité se upsat jedné strategii a zarytě kupovat pouze akcie, které by spadaly pod růstové či hodnotové investování. Důležité však je mít svou investiční strategii ucelenou, aby dávala smysl, vyhovovala svému investorovi po rizikové stránce, a aby u ní investor vydržel. (Gladiš, 2021)

V případě, že člověk nemá ucelenou investiční strategii může se stát, že začne kopírovat nákupy jiných investorů bez jakékoliv vlastní analýzy, nebo začne svou strategii nepřiměřeně měnit. Dle Housela (2020) k tomuto zároveň napomáhá poměrně neracionální věc – milovat své investice, citový vztah může pomoci zůstat u své strategie a neutíkat k jiné. (Gladiš, 2021)

### 4.1 Aktivní versus pasivní investování

Hlavní motivací pro aktivní správu svých investic je s největší pravděpodobností snaha překonat trh (další motivací může být akademický záměr, nebo adrenalin). Barber a Odean (2000), ve své studii „*Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*“, která zkoumala 66 465 domácností, které měly účet u brokera mezi lety 1991 až 1996 však zjistily, že překonat trh se povede pouze 25 % aktivních investorů, kteří jsou trh schopni porazit přibližně o 6 % ročně, přičemž průměrná domácnost za trhem zaostávala o 1,5 %. Zajímavým zjištěním také bylo, že nejaktivnější investoři za trhem zaostávali o celých 6,5 %. Dle Damodarana (2012) jsou tyto výsledky způsobeny několika důvody a i přesto, že jsou tyto poznatky primárně mířeny převážně na aktivně spravované fondy (které za trhem také zaostávají), lze je aplikovat i pro individuální investory, snažící se vlastní hlavou trh porazit. Mezi důvody porážky aktivních investorů vůči trhu řadí transakční a daňové náklady, přílišnou aktivitu, nebo naopak nedostatečnou angažovanost a plutí s proudem v rámci davu.

### 4.2 Hodnotové investování

Hodnotové, nebo také value investování je velice snadný a lehce pochopitelný přístup k investování na akciových trzích, s velice vysokým potenciálem úspěchu. Hlavní myšlenkou hodnotové investování je ta, že akcie na trhu nemá pouze tržní cenu, nýbrž také cenu vnitřní neboli také fundamentální. Hodnotový investor tedy hledá akcie, jejichž vnitřní

hodnota je nižší než jejich tržní cena. Kdybychom chtěli tento proces ještě více zjednodušit, můžeme říct, že hodnotový investor hledá a nakupuje akcie ve slevě. Tato definice však může být zavádějící, protože žádný racionální investor nepřizná, že by se snažil nakupovat akcie za dražší cenu, než je jejich skutečná hodnota. Definice hodnotového investování a toho, jak by měl hodnotový investor vypadat a smýšlet není jednoduchá a přímočará, jak by se na první pohled mohlo znát. Dle Čermáka (2018) se hodnotový investor nezabývá makroekonomickou analýzou. Tomuto výroku přímo oponují například Greenwald et al. (2015), kteří tvrdí, že hodnotové investory lze rozdělit na ty, kteří makroekonomické faktory jako jsou inflace, nebo úrokové sazby, do své analýzy přímo zapojují a pracují s nimi, a ty, kteří makroekonomické faktory příliš nezkoumají a spíše se zabývají současnou hodnotou cenného papíru, investicích do dlouhodobého majetku dané společnosti, nebo změn ve finanční páce a jejich prognózy se čistě orientují na budoucí výděly daného podniku. V případě, že budoucí výděly a ostatní proměnné dané společnosti přesahují tržní očekávání, pak jsou ochotni daný cenný papír nakoupit. Převážně však platí, že hodnotoví investoři mají delší investiční horizont, rádi investují do větších společností a jejich investice jsou poměrně konzervativní. Zároveň využívají bezpečnostní polštář se snahou svou investici co možná nejvíce ochránit. (Damodaran, 2012; Gladiš, 2005)

Z hlediska hodnotového investování je možné pozorovat také kontrariánské hodnotové investory, kteří věří, že trhy reagují přehnaně. Mezi jednu z kontrariánských strategií je nakupovat takové akcie, které v posledním roku nejvýrazněji klesly s předpokladem, že v následujícím období mají potenciál vyrůst. V případě, že se investor rozhodne pro kontrariánský přístup k hodnotovému investování, je velice důležitá diverzifikace. Řada společností, jejichž akcie se výrazně za poslední období propadly, mohou být vystaveny riziku bankrotu. Velice důležitá je pro kontrariánského investora psychika. Tento způsob investování je pro řadu investorů velice stresující a není pro všechny (spíše většinu) investory vhodná. Cena dané akcie může prudce klesat i po nákupu, což může řadu investorů vystrašit a vyvolat pocit, že je nutný okamžitý prodej. (Damodaran, 2012)

#### **4.2.1 Nedostatky hodnotových screeningů**

Většina hodnotových investorů pro výběr podhodnocených akcií využívá takzvaný screening, který obsahuje určitá kritéria, které daná akcie musí obsahovat pro to, aby pro daného investora představovala vhodnou investici. Samotný Benjamin Graham měl určitý screening, důležité je však poznamenat, že se trhy od dob Benjamina Grahama výrazně

změnily a v dnešní době by tento screening nemusel být již úplně vhodný. (Damodaran, 2012)

U nejčastěji užívaných ukazatelů, které jsou součástí řady hodnotových screeningů lze najít nedostatky. Potencionálně nejčastěji používaný ukazatel v rámci screeningů je P/E (byl také součástí screeningu legendárního Benjamina Grahama) a i přesto, že existuje řada studií podporující jeho výsledky spojené s vysokými výnosy, které tento ukazatel doprovází, existují firmy s nízkým P/E, kterého dosáhly pomocí jednorázových zisků, jako například je prodej majetku, nebo příjem z penzijních fondů, a ne díky svojí vysoké účinnosti. Velká část společností, které se mohou pyšnit nízkým P/E jsou zároveň velké společnosti s nízkým, nebo nulovým až negativním potencionálem růstu, díky čemuž je trh ohodnocuje nízkým P/E, vhodným doplňkem k ukazateli P/E je ukazatel EV/EDITBA představující poměr hodnoty podniku (tvořenou tržní kapitalizací a čistého dluhu) k zisku před úroky, daněmi, odpisy a amortizací. (Damodaran, 2012)

Dle Damodarana (2012) je také vhodné doplnit ukazatel P/BV, který je součástí řady screeningů, kde většina investorů hledá co možná nejnižší hodnotu tohoto ukazatele. Ta však může také naznačovat, že je daná společnost ve finančních problémech. Za vhodnou alternativu k ukazateli P/BV lze považovat Tobinův koeficient Q.

$$Tobinovo\ Q = \frac{Tržni\ hodnota\ společnosti}{Reprodukční\ hodnota\ společnosti} \quad (8)$$

Řada investorů také místo celkové účetní hodnoty ve jmenovateli P/BV využívá takzvanou „Tangible Book Value“, kterou lze pochopit jakožto „reálnou“, nebo „hmotnou“, která ve své hodnotě nezahrnuje goodwill, nebo jiná nehmotná aktiva. (Damodaran, 2012; Král, 2008)

### 4.3 Růstové investování

Růstová investiční strategie se zaměřuje na společnosti, které mají vysoký potencionál růstu, který trh podhodnocuje. Často tyto společnosti mohou mít naopak vysoké P/E ratio, nemusí vyplácet dividendy, nebo nemusí mít zisk, což by pro investora vyznávající hodnotové investování bylo několik červených vlajek radící mu, aby od dané společnosti utekl. Avšak růstový investor optimisticky věří v růst dané společnosti. Častým investičním zájmem růstových investorů jsou také malé společnosti, případně IPOs, které jsou pro hodnotového investora naprostým tabu z důvodu nedostatečných informací pro jejich ohodnocení. (Damodaran, 2012; Gladiš, 2005)

Dle Damodarana (2012) existují tržní cykly, v rámci, kterých se růstovým screeningům vede nadprůměrně dobře. Na druhou stranu existují tržní cykly, kdy jsou tyto screeniny ne tak úspěšné. Pro úspěšně implementovanou růstovou strategii je vhodné načasování trhu.

## 5 PSYCHOLOGICKÉ FAKTORY SPOJENÉ S INVESTOVÁNÍM

Důležitou součástí investování je také psychika samotného investora, která je pro každého naprosto individuální. I přes skvěle provedenou analýzu se může daný investor rozhodnout do dané akcie nezainvestovat z důvodu vysoké averze k riziku, nebo strachu z volatility trhů. V rámci této kapitoly budou rozepsány ty nejvýznamnější faktory a časté chyby, kterých se investoři dopouštějí.

### 5.1 Riziko

Riziko lze dle Gladiše (2021) definovat jakožto míru pravděpodobnosti trvalé ztráty vloženého kapitálu do dané investice. Gladiše také doplňuje Swedroe a Balaban (2012), dle kterých lze riziko taktéž definovat jakožto míru pravděpodobnosti nesplnění finančních cílů dané investice. Tuto definici rizika také vyzdvihuje Damodaran (2012), který riziko definuje jakožto rozdíl mezi předpokládanými a skutečnými výnosy z investice.

Častá chyba investorů spojená s rizikem je přílišná, nebo naopak minimální averze k riziku. Minimální averze k riziku může způsobit investování do investičních instrumentů bez jakékoliv předchozí analýzy, takzvaně „naslepo“, naopak příliš velká averze k riziku může donutit daného investora neinvestovat vůbec. (Gladiš, 2021)

### 5.2 Nadměrné sebevědomí

V předchozí kapitole již bylo zmíněno, že pouhých 25 % aktivních investorů je schopno předčit trh. I přesto si většina obzvláště začínajících investorů myslí, že právě oni budou ti, kterým se trh podaří překonat. Dle Glasera a Webera (2007) je nadměrné sebevědomí na finančních trzích spojeno s nadměrným obchodováním. Tuto hypotézu zároveň potvrzuje řada dalších studií. Dle Gladiše (2005) se tito investoři domnívají, že jsou o tolik lepší, že je vyšší transakční náklady netrápí. Gladiše v tomto podporují již zmínění Barber a Odean (2008), s jejich zjištěním, že nejaktivnější investoři za trhem zaostávají vůbec nejvíc.

### 5.3 Volatilita trhů

Akciové trhy jsou vysoce volatilní. Investor se tedy může rozhodnout trávit co možná nejdéle času před počítačem a grafy, se snahou být schopný reagovat na náhlé změny v kurzu cen. Sledování cen kurzů jednotlivých titulů je ještě více bezvýznamné v případě, že daný investor kupuje akcii pro dlouhodobou investici a provedl podrobnou fundamentální

analýzu. V tomto případě nemá fluktuace cen žádnou vypovídající hodnotu pro fundamentální hodnotu dané akcie a pro investora neznamena vůbec nic. (Gladiš, 2021)

Další časté psychologické chyby, kterých se jednotliví investoři dopouštějí dle Gladiše (2021) znázorňuje níže uvedená tabulka.

Tabulka 1 Významné investiční chyby, zdroj: Gladiš 2021, vlastní zpracování

<b>Chyba</b>	<b>Popis chyby</b>
Konfirmační zkreslení	Pro svůj dobrý pocit investoři vyhledávají pouze takové informace, které podporují jejich dříve utvořený názor.
Kotvení	Na základě určité informace se investoři přestanou chovat racionálně – investor odmítá prodat akcii po výrazném cenovém poklesu (v případě, že cena bude stále klesat zvyšující ztráty).
Averze ke ztrátám	Odmítnutí realizace ztrát způsobující ještě větší ztráty. (úzce spjato s kotvením)
Mentální účetnictví	Škatulkování jednotlivých investic, rozdělování portfolia na spekulativní a konzervativní část, nikoliv chápání ho jako celku.
Přemíra informací	Získání příliš mnoha informací, které není následně možné kvantifikovat.
Přemíra možností	Příliš mnoho atraktivních investičních příležitostí může způsobit přílišnou pasivitu na trhu, způsobující ušlý zisk.

## 5.4 Externí vlivy

Mezi externí vlivy, které mohou výrazně ovlivnit investiční rozhodnutí investora můžeme řadit již zmíněné davové chování, nebo například sílu internetu, který sice je skvělým zdrojem informací, ale řada těchto informací však je nekvalitních či dokonce lživých. I přesto se podle nich může řada investorů řídit. Obdobnou sílu mají také média, která mohou výrazně ovlivnit jakoukoliv situaci a takzvaně udělat z komára velblouda. Investor by si měl také dávat pozor na rozhodnutí různých investičních analytiků, jejichž hlavním cílem nebývá výdělek lidí, kterým radí, nýbrž jejich vlastní výdělek, který se výrazně odvíjí od počtu transakcí, které jejich investoři provádí. Příliš pasivní investor, který určitou akcii drží klidně několik let pro ně není ideální klient. (Gladiš, 2005, Swedroe a Balaban, 2012)

## 6 SHRUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI

První kapitola teoretické části této práce se zaměřuje na finanční systém a jeho funkce. Podkapitola první části se zaměřuje na finanční trh a jeho následné rozdělení. Tuto kapitolu lze považovat za základní kámen celé problematiky investování (nejen) do akcií, kterou řada investorů opomíjí a příliš se jí nezabývá.

Druhá kapitola již více do detailů rozebírá akciový trh. Součástí kapitoly je popis jednotlivých hodnot, kterých akcie mohou nabývat, popis druhů akcií, nebo jakou podobu může akcie mít. Zároveň se v rámci druhé kapitoly popisují hlavní makroekonomické faktory, které výrazně ovlivňují cenu akcií. Tyto faktory jsou následně zkoumány v rámci praktické části pro zjištění makroekonomické situace v České republice. Kapitola druhá také popisuje významnost dividend a za pomoci grafu skvěle ilustruje důležitost investování a zároveň vyzdvihuje dlouhodobé vysoké výnosy akciového trhu.

Třetí kapitola popisuje jednotlivé analýzy, které se využívají k ocenění cenných papírů. Do detailu je zde popsána fundamentální analýza. Je zde popsána její makroekonomická část, takzvaná mezzo část neboli analýza daného odvětví, ale také její nejdrobnější část na úrovni firem. Zároveň jsou zde také popsány nejčastěji užívané přístupy k určení vnitřní hodnoty akcie. Důvodem detailního popisu fundamentální analýzy je její následná aplikace v rámci praktické části.

Čtvrtá kapitola se zaměřuje na hlavní investiční strategie, které se vyskytují na akciových trzích. Před konkrétními strategiemi je také rozepsán hlavní důvod aktivního investování, který je doplněn o poznatky z velice zajímavé studie, jejíchž výsledkem je, že pouhý kvartál investorů je schopný předčit trh.

Kapitola se následně primárně soustředí na hodnotové a růstové investování. Zásady hodnotového investování jsou následně aplikovány v praktické části. Kapitola však také popisuje významné nedostatky, kterých se zastánci této strategie mohou dopouštět při nedostatečném studiu jednotlivých kritérií.

Závěr teoretické části tvoří velice důležité téma, a tím je psychika investora a nejčastější psychologické chyby, kterých se investoři dopouštějí, které mohou výrazně ovlivňovat jejich rozhodování na trhu.



## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 7 VLASTNÍ INVESTIČNÍ STRATEGIE

V minulých kapitolách bylo již několik investičních strategií zmíněno a vysvětleno. Dobrá investiční filozofie by měla zohledňovat silné a slabé stránky investora. Právě lidská jedinečnost je důvod, proč by se investiční strategie, nebo dokonce samotné obchody na burze neměly slepě kopírovat od jiných investorů.

Plnohodnotná investiční strategie by měla zohledňovat rizikový profil investora, časový horizont, se kterým často bývají spojené případné daňové náklady, velikost portfolia a mnoho dalších aspektů. V následujících podkapitolách bude podrobně rozepsána investiční strategie investora, jehož strategie odráží i samotnou strategii autora práce.

### 7.1 Investiční strategie našeho investora

V rámci této práce bude subjekt investora vysokoškolský student financí, který chce své nadbytečné peněžní prostředky investovat do akcií za účelem zisku, inspirován principy hodnotového investování.

Za pomoci fundamentální analýzy a principů hodnotového investování se pokusí najít akcie na českém trhu jejichž vnitřní hodnota je vyšší než jejich momentální tržní cena, tímto přístupem má zároveň v plánu překonat pasivní investování a průměrné výnosy trhu.

Námi sledovaný investor se pokusí akcie se snahou maximalizovat zisk. Námi sledovaný investor se pokusí analyzovat a vybrat dvě akcie, které následně zahrne do svého portfolia. Dvě akcie budou představovat vhodný počet pro potřeby této práce, z tohoto důvodu se však portfolio našeho investora nebude moct považovat za dostatečně diverzifikované.

Celkový investiční kapitál, který bude námi sledovaný investor chtít jednorázově zainvestovat je celkem 30 000 Kč.

V níže uvedených podkapitolách jsou rozepsány jednotlivé části investiční strategie našeho investora, ve kterých se primárně soustředíme na jednotlivé faktory pro samotný výběr akcií, časový horizont a ochotu investora podstupovat riziko.

#### 7.1.1 Cíl

Cílem této investiční strategie je maximalizování zisku a dosažení vyššího zisku, než by se dosáhlo prostřednictvím pasivního investování, což by mělo být cílem každého aktivního investora. Důležité je však poznamenat, že případné nižší zhodnocení této či jiné aktivní investiční strategie vůči pasivnímu investování, nelze považovat za zbytečné mrhání časem

a případné nižší zhodnocení portfolia vůči pasivnímu investování lze považovat za poučení do nadcházejících obchodů.

### 7.1.2 Riziko

Námi sledovaný investor je mladý a investuje skutečně pouze takové prostředky, o kterých ví, že jejich případná ztráta pro něj nebude zásadní. Zároveň si uvědomuje volatilitu trhů, nebo řadu fundamentů, které nemůže sám nijak ovlivnit či předpovídat. Také si sám uvědomuje lidskou nedokonalost, která může způsobit chybu v kterékoliv z částí fundamentální analýzy, která následně může zapříčinit zvolení a zainvestování do nesprávných akcií, což by pro investora mohlo znamenat ztrátu ať už části, nebo celého investičního kapitálu.

I přes všechny výše uvedené rizika je investor stále ochotný zainvestovat celý vybraný kapitál a počítá s možností jeho celkové ztráty, není tedy příliš averzní k riziku.

### 7.1.3 Časový horizont

Očekávaná doba držení jednotlivých vybraných akcií jsou tři roky. Náš investor chce minimalizovat transakční náklady jeho investic, a proto se bude snažit splnit časový test tří let po jehož uplynutí, budou akcie nakoupeny v rámci této práce osvobozeny od daně z příjmu.

Zainvestované prostředky jsou nadbytečné a v rámci následujících tří let je námi sledovaný investor s největší pravděpodobností nebude potřebovat. I přes toto tvrzení je důležité brát v potaz nečekané situace, které mohou způsobit potřebu portfolio zlikvidovat předčasně.

Zároveň si investor uvědomuje, že akcie nemají dobu splatnosti, v případě, že budou vybrané akcie v rámci stávajícího, či nového screeningu a celé investiční strategie naším investorem shledány za dobré a výnosové i po splnění časového testu, nebude je nutné ani žádat prodat.

### 7.1.4 Screening

V následujících bodech jsou vyjmenovány jednotlivá kritéria pro výběr akcií, společně s jednotlivými popisy, proč právě tyto ukazatele byly pro screening vybrány.

#### 1. Price to Earnings ratio + EV/EBITDA

Price to Earnings ratio (neboli P/E) představuje poměr ceny k zisku – v rámci investování na něj nedá většina investorů dopustit a jedná se o jeden z nejčastěji užívaných poměrových

ukazatelů vůbec. Investorovi, který ho využívá ukazuje za kolik let se mu investice vrátí. Price to Earnings ratio může být však velmi zavádějící obzvláště z důvodu účetnictví a rizika (problematika P/E je více popsána v kapitole 4.2.1), z tohoto důvodu bude v rámci tohoto screeningu ukazatel P/E doplněn také o ukazatel EV/EBITDA.

Na základě dat z měsíční statistiky Pražské burzy cenných papírů bylo průměrné P/E na Prime trhu za duben roku 2024 41,51, kvůli výše uvedené definici se pokusíme najít akcie s hodnotou P/E maximálně 15. Tato hodnota by měla být dobrým předpokladem pro nalezení dostatečně podhodnocené akcie.

Dodatečná hodnota EV/EBITDA, by v rámci našeho screeningu měla být maximálně 10.

## 2. Price to Book value + Hmotná Price to Book value

Price to Book value představuje poměr mezi cenou jedné akcie k účetní hodnotě. V rámci tohoto screeningu budeme hledat takové akcie jejichž Price to Book value je méně než 1, což by mělo značit jejich podhodnocenost. Při rozhodování se jaká bude vrchní hranice ukazatele byl také brán zřetel na měsíční statistiky Pražské burzy cenných papírů, kde průměrné P/BV na Prime trhu bylo 1,99 za duben roku 2024. Zároveň se budeme v rámci této práce skutečně snažit zaměřit na co možná nejvíce podhodnocené akcie proto odečteme od výsledné P/BV také Goodwill a jiná nehmotná aktiva. Po odečtení těchto dvou položek budeme stále hledat akcie jejichž Tangible (Hmotná) Price to Book value bude stále menší než 1.

Vzorec Tangible Price to Book value budeme počítat následovně:

$$P/TBV = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\left( \frac{\text{Celková aktiva} - (\text{Nehmotná aktiva} + \text{Goodwill}) - \text{Celkové závazky}}{\text{Celkový počet emitovaných akcií}} \right)} \quad (9)$$

## 3. Předvídatelný a stabilní zisk

Jakožto další kritérium je stabilní a rostoucí zisk za posledních pět let. Minulé výsledky budoucí úspěch zaručit nemohou, je však velice pravděpodobné, že společnost, která se posledních pět, či ještě lépe deset let mohla pyšnit rostoucími zisky, bude v tomto trendu pokračovat i nadále.

Rostoucí zisky budeme v rámci této práce počítat skrze zisku na akcii (EPS), v rámci, kterých budeme za posledních pět let požadovat nárůst.

## 4. Finanční zdraví společnosti

Pro to, aby se společnost dala považovat za finančně zdravou, je třeba určitá míra likvidity a zadluženosti.

Likvidita společnosti se dá počítat skrze takzvané Current ratio, které představuje poměr mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými pasivy. Pro náš screening budeme požadovat výrazně větší podíl krátkodobých aktiv nežli krátkodobých pasiv, a to v poměru aspoň 2:1. (Gladiš, 2005)

Důležitým ukazatelem, který nám řekne, zdali je daná společnost dostatečně finančně zdravá je také přiměřená míra zadluženosti. Zadluženost podniku budeme počítat ukazatelem Debt to Equity, ze jména ukazatele je již jasné, že budeme sledovat poměr dluhu (úročených pasiv) k vlastnímu kapitálu dané společnosti. Nejvyšší přípustná hodnota tohoto ukazatele pro výrobní společnosti bude 0,6. Důležité je však také, aby zadluženost nebyla příliš nízká. Samozřejmě míra zadluženosti bank bude výrazně vyšší a v případě investování do určitých akcií společností, které vyžadují vyšší míru zadlužení bude tento ukazatel nebrán v potaz z důvodu zbytečného neminutí podhodnocených akcií. (Gladiš, 2005)

## 5. Dividendové výnosy

V rámci tohoto screeningu budeme taktéž požadovat vyplácení dividend, a to z důvodu snížení rizikovosti dané akcie. Z hlediska dividendových výnosů se můžeme také opírat o historická data, která poukazují na to, že akcie, které vyplácejí dividendu překonávají ty akcie, které dividendu nevyplácejí. Zároveň se skrze dividendové výnosy budeme dívat na management, který se o své akcionáře zajímá, nebudeme však hledat příliš vysoké dividendové výnosy z důvodu případných rizik.

Požadované dividendové výnosy pro tuto práci budou na hodnotě 4 %.

## 6. Bezpečnostní polštář

Bezpečnostní polštář (neboli Margin of Safety) je posledním kritériem našeho screeningu. Bezpečnostní polštář slouží jakožto další vrstva obrany, dostatečně velký bezpečnostní polštář brání investici před negativním vývojem. (Gladiš, 2021)

Bezpečnostní polštář lze chápat jakožto rozdíl mezi cenou akcie a její vnitřní hodnotou, hlavním úkolem bezpečnostního polštáře je chránit investora v případě, negativního vývoje, nebo chyb ve výpočtech, kterých se investor může dopustit. (Graham, 2007)

Bezpečnostní polštář pro naše investice bude podmínka, že tržní cena akcie musí být o 20 % nižší než její vnitřní hodnota.

Jednotlivé kritéria screeningu společně s hodnotami našeho investora znázorňuje níže uvedená tabulka.

Tabulka 2 Finální screening, zdroj: vlastní zpracování

Kritérium	Hodnota Kritéria
Price to Earnings ratio	$\leq 15$
EV/EBITDA	$\leq 10$
Price to Tangible Book value	$< 1$
Earnings per share	+ za posledních 5 let
Current ratio	2:1
Debt to equity (u výrobních společností)	$< 0,6$
Dividendové výnosy	4 %
Bezpečnostní polštář	$\geq 20 \%$

Tyto kritéria představují určitý základ kolem, kterého by se hodnoty jednotlivých společností měly pohybovat. Kritéria jsou poměrně přísná tudíž by nebylo překvapující, kdyby žádná společnost na Burze cenných papírů Praha (BCPP) nesplňovala všechny kritéria. Zároveň je posuzování jednotlivých společností velice individuální a řada výše uvedených ukazatelů nemusí u určitých druhů společností fungovat, je tedy velice možné, že se v rámci valuace jednotlivých společností dostanou do portfolia této práce společnosti, které nesplňují všechny kritéria, zároveň mohou být určitá kritéria nahrazena jinými, vhodnějšími pro daný typ podniku.

## 8 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ REPUBLIKY

V rámci této práce se budou hodnotit české akcie vyskytující se na Burze cenných papírů Praha. Předmětem globální fundamentální analýzy si tedy vybereme České makroekonomické prostředí v rámci kterého bude analyzována řada makroekonomických ukazatelů, které ovlivňují vývoj cen akcií a je třeba je v rámci fundamentální analýzy zahrnout. Mezi tyto ukazatele patří například reálný výstup ekonomiky, inflace, nebo vývoj úrokových sazeb a mnoho dalších.

V níže uvedených podkapitolách bude v rámci této práce zkoumán vývoj jednotlivých makroekonomických ukazatelů společně s jejich prognózou na následující roky a dopad, jaké tyto prognózy mohou mít na akciový trh.

### 8.1 HDP

Česká republika stejně jako celá Evropa se v roce 2022 potýkala se silnou energetickou krizí, následky této krize se zároveň přelívaly až do roku 2023. V rámci těchto dvou let sužovala Českou republiku vysoká inflace a snaha České národní banky o její zkrácení skrze zvýšení úrokových sazeb, což bezprostředně brzdilo ekonomický růst země. Přísná měnová politika zavedena Českou národní bankou v rámci roku 2023 zafungovala a inflaci se povedlo částečně zkrotit. I přesto tento boj pokračuje a bude pokračovat v 2024, v rámci kterého by měla Česká republika dosáhnout na inflační cíl 2 %. V roce 2024 lze očekávat nárůst hrubého domácího produktu spojený s růstem spotřeby domácností, které lze očekávat díky postupnému snižování úrokových sazeb a poklesu inflace. Obdobně vidí predikci roku 2024 také Ministerstvo financí České republiky, které předpokládá navýšení hrubého domácího produktu v roce 2024 o 1,2 %. Mezi hlavní tahouny očekávají soukromé investice, růst exportu a zvýšení růstu spotřeby domácností.

Růst hrubého domácího produktu lze následně očekávat i v následujících letech. Na základě pozitivního vztahu hrubého domácího produktu a akciových trhů lze v případě správnosti této predikce také očekávat růst akciových trhů, který by se měl promítnout nárůstem cen akcií, obzvláště dobrou zprávou je to pro investory, kteří mají delší investiční horizont, který sílu vzájemného vztahu akciových trhů a hrubého domácího produktu podporuje.

Níže uvedený graf znázorňuje procentuální vývoj HDP v České republice, data z grafu byly čerpány ze statistik Mezinárodního měnového fondu. V grafu lze sledovat od roku 2014 stagnující vývoj HDP, a to až do roku 2019, výraznou hodnotu v grafu představuje -5,5 %

roku 2020, která byla zapříčiněna koronavirovou pandemií. Je však možné sledovat rychlou stabilizaci hodnoty ihned o rok později roku 2021, která však stále nepřekonává předpandemické hodnoty. Graf zároveň obsahuje prognózu vývoje hrubého domácího produktu až do roku 2028, v rámci, kterého by se mělo HDP pohybovat okolo 2,7 %.



Obrázek 2 Meziroční procentuální vývoj HDP v České republice, zdroj: Mezinárodní měnový fond, vlastní zpracování

## 8.2 Cenová inflace

V roce 2022 dosáhla průměrná inflace vůbec nejvyšších hodnot od roku 1993. Takto prudké zvýšení bylo způsobeno několika důvody, mezi které patří například koronavirová pandemie, nebo válečný konflikt na Ukrajině. Nebýt úsporného tarifu, který byl vládou zaveden, dala by se očekávat o několik procentuálních bodů inflace vyšší. (Marek, Franče, Pastucha, 2024)

Roku 2023 se České národní bance povedlo významně zkrotit inflaci, avšak k cíli 2 %, který je stanoven pro vyspělé ekonomiky, má stále daleko. K poklesu inflace v roce 2023 se významně zasloužily vysoké úrokové sazby stanovené Českou národní bankou, které byly vůbec nejvyšší od roku 1999, způsobující nižší investiční aktivitu nejen domácností, ale také firem, pro které byl v roce 2023 vypůjčený kapitál stále velice drahý. Vysoké úrokové sazby zůstaly nezměněny až do prosince roku 2023. Snížení inflace také napomohl výrazný pokles ceny ropy a elektrické energie. (Marek, Franče, Pastucha, 2024)

Vývoj inflace by se měl v roce 2024 neustále snižovat a tím pádem také přibližovat k inflačnímu cíli 2 %. Zároveň je toto snižování dobrým předpokladem pro růst akciových



trhů z důvodu inverzního vztahu, který mezi sebou inflace a akciové trhy mají. Energetický regulační úřad ke konci roku 2023 oznámil výrazný nárůst regulované části cen energií, která má potenciál zvýšit celkovou inflaci, avšak v únorové inflaci roku 2024 se to nijak neprojevílo. Česká národní banka od konce roku 2023 snižuje úrokové sazby, a to již o 1,25 % k datu psaní této práce. Toto snížení má potenciál oživit investiční aktivitu firem a domácností, tím také nastartovat ekonomiku a zároveň zvýšit peněžní nabídku způsobující pokles kurzu české koruny, což by také mohlo způsobit opětovné zvýšení inflace. Samozřejmě stále probíhající válečný konflikt na Ukrajině může výrazně ovlivnit míru inflace, jedná se však o faktor, který není možné prognózovat.

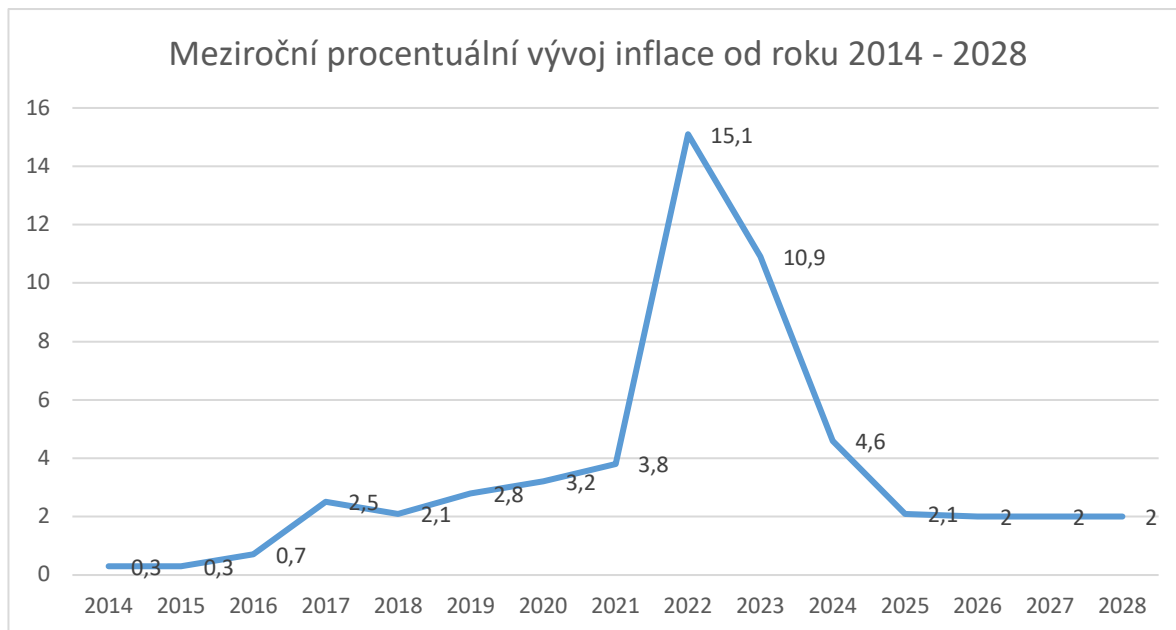
Ministerstvo financí České republiky dle makroekonomických predikcí predikovalo, že se míra inflace za rok 2023 sníží a její průměrná úroveň by měla dosahovat 10,7 %. Snižování míry inflace predikuje Ministerstvo financí taktéž pro rok 2024, kdy očekává, že by míra inflace měla být 3,1 %.

Na níže uvedeném grafu je možné sledovat dosavadní meziroční vývoj inflace ve spotřebitelských cenách v České republice. Z grafu je patrné, že v průběhu sledovaného období byla vůbec nejnižší míra inflace v roce 2014, od tohoto roku lze sledovat drobný meziroční nárůst.

Nejvyšší hodnotu grafu tvoří rok 2022, kdy inflace dosahovala 15,1 %, což je vůbec nejvyšší míra inflace od roku 1993. Následně lze na grafu pozorovat již zmíněné snižování, které by mělo pokračovat i v následujících letech.

Dosažení inflačního cíle 2 % dle databáze Mezinárodního měnového fondu nastane v roce 2026. Česká národní banka dle svých prognóz věří, že cíl 2 % bude dosažen již v roce 2025, nepochybně bude možné očekávat také následné udržování inflace na nízké úrovni i v nadcházejících letech.

Pro akciové trhy bude dosažení inflačního cíle a následné udržování nízké míry inflace právě okolo 2 %, mít nepochybně pozitivní vliv, díky snížení nejistoty, kterou sebou zvýšená inflace přináší.

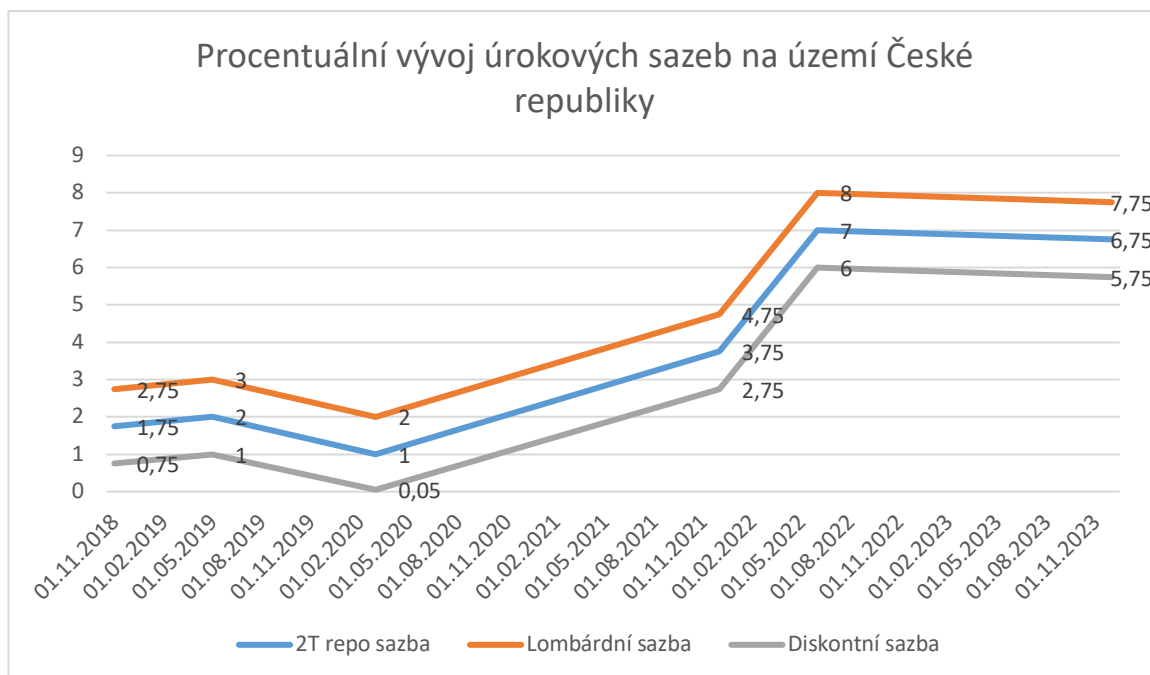


Obrázek 3 Meziroční procentuální vývoj průměrné inflace ve spotřebitelských cenách v České republice, zdroj: Mezinárodní měnový fond, vlastní zpracování

### 8.3 Úrokové sazby

Mezi další podstatný makroekonomický ukazatel ovlivňující cenu akcií patří úrokové sazby. Mezi úrokové sazby, které spadají pod správu České národní banky patří dvoutýdenní repo sazba, kterou Česká národní banka využívá pro repo operace. Druhou úrokovou sazbou je lombardní sazba. Jedná se o sazbu, za kterou si komerční banky mohou od České národní banky půjčit kolateralizovaný úvěr. Třetí úrokovou sazbou je sazba diskontní, která určuje úrok, za který mohou komerční banky u centrální banky ukládat přebytky své likvidity.

Všechny výše uvedené sazby zůstaly až do 22. prosince roku 2023 nepozměněny na vůbec nejvyšších hodnotách od roku 1999, čímž se Česká národní banka snažila vyvolat pokles inflace, což se jí v rámci roku 2023 povedlo. Na základě dobrých inflačních výsledků v lednu a únoru roku 2024 došlo ze strany České národní banky ke snížení všech tří sazeb o dodatečné procento. Snižování úrokových sazeb by mělo mít vliv na zrychlení ekonomického růstu a tím pádem také pozitivní vliv na vývoj akciových trhů, jinými slovy momentální snižování úrokových sazeb je pro akciový trh dobrým předpokladem pro růst. Ze strany České národní banky došlo k poměrně svižnému snižování, je však potřeba stále hlídat inflaci, která by se mohla společně se snížením úrokových sazeb začít zvyšovat. Úrokové sazby jsou však stále poměrně vysoké, tudíž restriktivní měnová politika trvá, a z hlediska inflace by nemělo toto snižování mít negativní vliv.



Obrázek 4 Procentuální vývoj úrokových sazeb na území České republiky, zdroj: Česká národní banka, vlastní zpracování

Výše uvedený graf znázorňuje vývoj úrokových sazeb od roku 2018 až po konec roku 2023, kdy došlo, k již zmíněnému snížení o 0,25 %

V roce 2024 již došlo ke dvěma snížením všech tří sazeb. K prvnímu snižování tohoto roku došlo 9.2, kdy byly všechny tři sazby sníženy o 0,5 %. Dalšímu snížení došlo o měsíc a půl později a to 21.3, kdy došlo opět k půl procentnímu snížení. Na základě prognóz České národní banky, lze předpokládat další snižování v průběhu roku, které by mělo nastartovat ekonomiku prostřednictvím zvýšení úvěrové aktivity, což by mělo mít pozitivní vývoj na akciové trhy a zvyšování cen jednotlivých akciových titulů. Samozřejmě záleží na ekonomickém vývoji a vývoji nepředpokladatelných politických situací, jako je vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, který může mít vliv na opětovné zpřísnění měnové politiky.

Aktuální úrokové sazby k datu psaní této práce znázorňuje níže uvedená tabulka

Tabulka 3 Momentální sazby České národní banky, zdroj: Česká národní banka

Název sazby	Výše sazby	Platné od
2T repo sazba	5,75 %	21.3.2024
Lombárdní sazba	6,75 %	21.3.2024
Diskontní sazba	4,75 %	21.3.2024

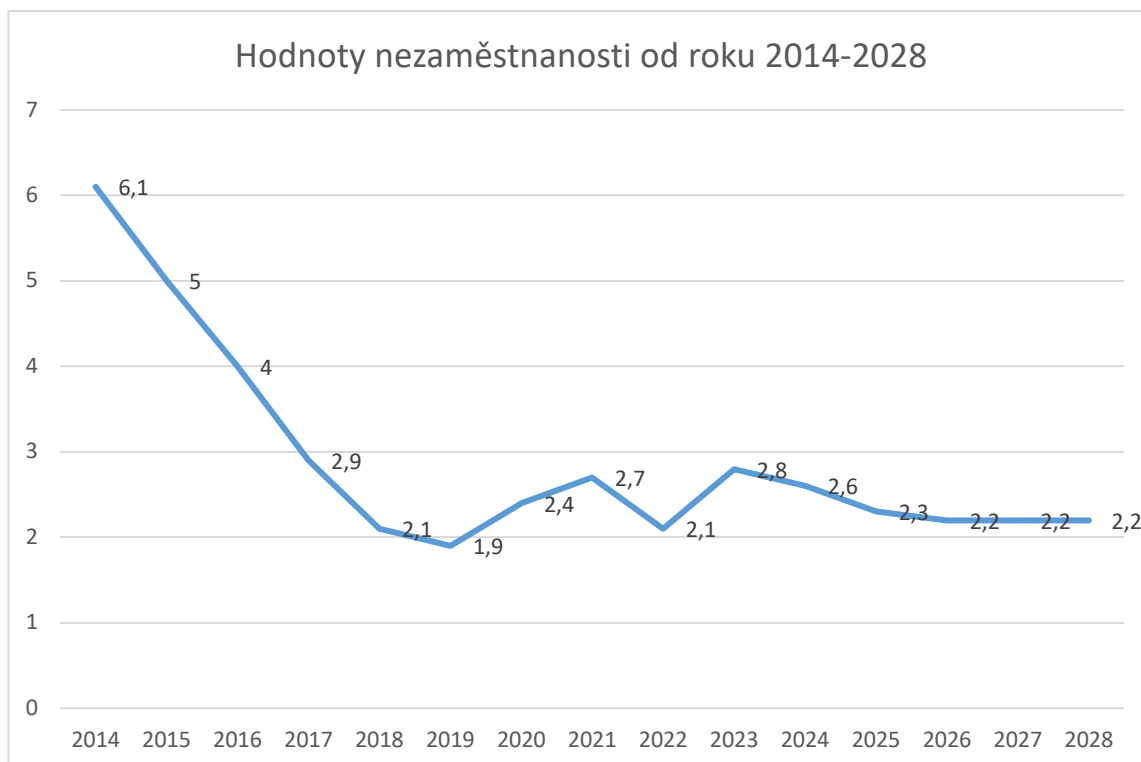
## 8.4 Nezaměstnanost

Vztah nezaměstnanosti je hluboce propojený s vývojem úrokových sazeb. Bývá totiž pravidlem, že zvýšení celkové nezaměstnanosti způsobí snížení úrokových sazeb. Na základě tohoto pravidla můžeme říci, že zvýšení celkové nezaměstnanosti má pozitivní vliv na vývoj akciového trhu. (Patria Finance, kurzy.cz)

Česká republika patří dlouhodobě mezi země s velice nízkou nezaměstnaností. Ve sledovaném období 2014 až 2022 můžeme od začátku sledovaného období až do roku 2019 sledovat každoroční značný pokles hodnot nezaměstnanosti. Od roku 2020 můžeme sledovat drobný nárůst celkové nezaměstnanosti. I přes tento nárůst má Česká republika vůbec nejnižší nezaměstnanost z celé Evropské unie. Dle Mezinárodního měnového fondu lze očekávat až do roku 2024 drobné zvýšení celkové nezaměstnanosti, které je však pouze minimální a nejspíše se nedá očekávat, že by výrazně ovlivnily pokles úrokových sazeb, tím pádem nebude mít razantní vliv na akciové trhy. Navýšení cen elektrické energie v roce 2024 by mohlo donutit řadu firem ukončit svou podnikatelskou činnost, čímž by se mohl podpořit růst nezaměstnanosti v následujících letech.

Drobný nárůst nezaměstnanosti lze očekávat také na základě predikcí Ministerstva financí České republiky v letech 2023 a 2024. Za rok 2024 se očekává celková míra nezaměstnanosti 2,8 %.

Meziroční hodnoty nezaměstnanosti od roku 2014 společně s prognózami Mezinárodního měnového fondu až do roku 2028 znázorňuje níže uvedený graf.

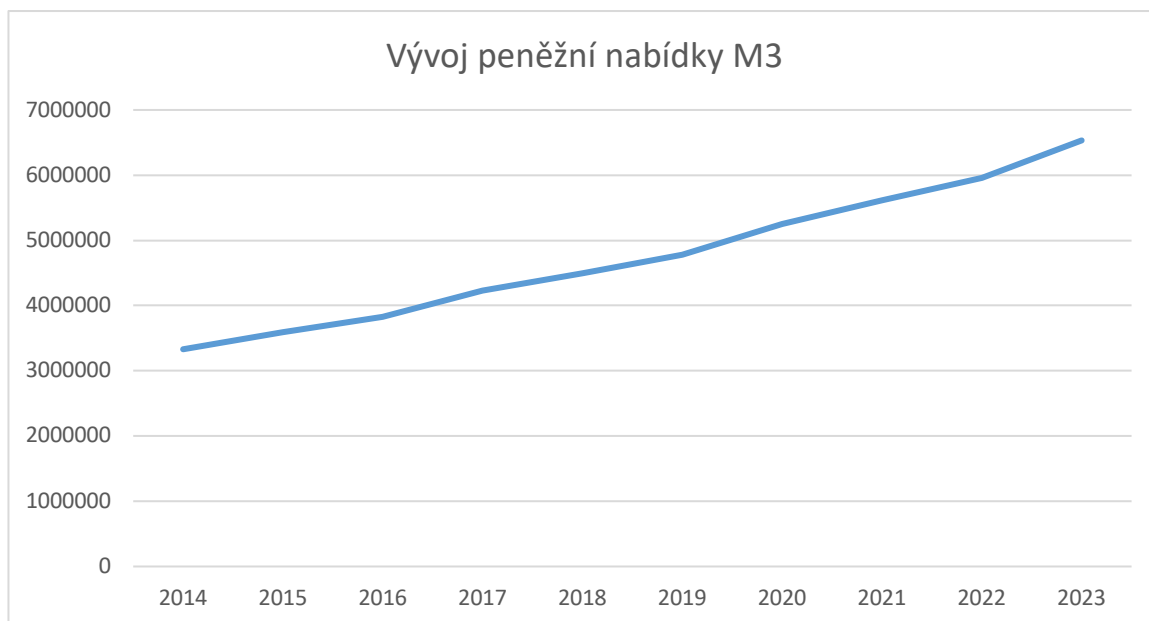


Obrázek 5 Hodnoty nezaměstnanosti v jednotlivých letech v České republice zdroj: Mezinárodní měnový fond, vlastní zpracování

## 8.5 Peněžní nabídka

Ve sledovaném období 2014-2023 nikdy nedošlo k meziročnímu poklesu peněžní nabídky, dá se tedy očekávat, že k poklesu nedojde ani v nadcházejících letech. Tuto prognózu také podporuje postupné a poměrně rychlé snižování úrokových sazeb, které může výrazně podpořit růst množství úvěrů v ekonomice, způsobující zvýšení peněžní nabídky. Nutné je však hlídat vývoj peněžní nabídky, která má potenciál zvýšit inflaci. Kontinuální nárůst peněžní nabídky by mohl povzbuzovat investory k pokračování investování své nadbytečné likvidity do akciových trhů i v budoucnosti, což by také mělo akciový trh pozitivně ovlivnit.

Níže uvedený graf znázorňuje vývoj peněžního agregátu M3. Agregát M3 byl v rámci této makroekonomické predikce vybrán z důvodu, že je ze všech tří agregátů nejširší a mimo agregáty M1 a M2 v sobě zahrnuje také repo operace, akcie, podílové listy a emitované dluhové cenné papíry se splatností do dvou let. Z grafu je jasně vidět každoroční navýšení peněžní nabídky. Průměrný meziroční růst peněžního agregátu M3 byl ve sledovaném období 2014-2022 7,4 % ročně.



Obrázek 6 Vývoj peněžní nabídky M3, zdroj: Česká národní banka, vlastní zpracování

## 8.6 Závěr makroekonomické analýzy

Analýza makroekonomického prostředí České republiky může sloužit jakožto dobrý nástroj pro odhad budoucího vývoje českého akciového trhu. Předpokládaný pokles inflace, která by se v roce 2024 měla přiblížit cíli 2 % společně s rychlým poklesem úrokových sazeb, které by se měly v následujícím roce stále snižovat, by mělo mít pozitivní dopad na ekonomický růst České republiky, který by měl bezprostředně kladně ovlivnit také akciový trh. Inflační cíl 2 %, kterého se Česká národní banka chystá dosáhnout v roce 2025, bude i nadále podporovat vývoj hrubého domácího produktu a růst ekonomiky jako celku, zároveň se „zvětšuje“ kupní síla domácností, která může také zvýšit poptávku po akciových titulech, což je pro akciové investory dobrou zprávou, která dává dobrý předpoklad pro růst trhu jako celku.

Zároveň společně se snížením úrokových sazeb lze předpokládat větší úvěrovou aktivitu firem a domácností, pro které se stává cizí kapitál levnějším, což by znamenalo zvýšenou peněžní nabídku, která by se taktéž mohla prolít do akciových trhů, zvyšující poptávku po jednotlivých titulech a tím zvyšovat ceny akcií.

I přes tuto kladnou prognózu do následujících let je důležité brát v potaz neočekávané ekonomické či politické situace, jako je například válečný konflikt na Ukrajině, které mají sílu ovlivnit ekonomickou situaci České republiky a tím pádem také akciový trh.

## 9 TVORBA PORTFOLIA

V následujících podkapitolách bude popsána mikroekonomická analýza dvou společností – Kofola Československo a.s. a Erste Group Bank. V rámci společnosti Kofola Československo a.s. bude proveden výše uvedený screening, na banky se však výše uvedený screening použít nedá (aspoň ne celý) a tak bude screening upraven, aby více na seděl na bankovní odvětví.

### 9.1 Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. je akciová společnost založená v září roku 2012, současně je součástí skupiny Kofola. Hlavním předmětem činnosti skupiny je prodej sycených nealkoholických nápojů. Skupina se primárně angažuje v České republice a na Slovensku, doplňuje ji však také společnost Premium Rosa situovaná v Polsku, kde skupina Kofola vlastní 100% podíl. 100 % podíl taktéž vlastní ve Slovinské společnosti RADENSKA d.o.o. a Chorvatské Studenac d.o.o. (Výroční zpráva společnosti za rok 2023)

Roku 2023 se společnost rozhodla vstoupit do pivního průmyslu akvizicí většinového podílu ve společnosti Pivovary CZ, která spravuje značky piv jako je například Zubr, nebo Litovel, tato akvizice byla dokončena v březnu roku 2024, po schválení antimonopolních úřadů, tudíž nebyla součástí poslední výroční zprávy, ani níže uvedené analýzy. (© 2024 Kofola ČeskoSlovensko a.s.)

V lednu roku 2024 taktéž koupila společnost 49 % podíl ve společnosti MIXA VENDING s.r.o. také koupila 100% podíl společnosti PRAGEROVY SADY s.r.o., která vlastní jablečné sady na Úsovsku. Finálně kofola získala 25 % podíl firmy AGRITROPICAL s.a.s., která vlastní kávové plantáže v Kolumbii. (© 2024 Kofola ČeskoSlovensko a.s.)

#### 9.1.1 Čistý zisk na akcii / Earnings Per Share

Čistý zisk na akcii představuje jeden ze základních ukazatelů, které následně lze využít pro výpočty dalších ukazatelů. Zároveň však informuje o rentabilitě dané firmy. Ukazatel definuje níže uvedený vztah.

$$EPS = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Počet akcií}} \quad (10)$$

Níže uvedená tabulka obsahuje veškerá potřebná data pro výpočet čistého zisku na akcii, hodnotou čistého zisku je myšlený čistý zisk připadající na akcionáře ponížený o nekontrolní

podíly. Tyto hodnoty byly získány z konsolidovaných výkazů zisku a ztrát pro jednotlivé roky.

Tabulka 4 Data sloužící k výpočtu zisku na akcii od roku 2020 do roku 2023, zdroj: *Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování*

	12/2023	12/2022	12/2021	12/2020
Čistý zisk (CZK)	365 397 000	269 150 000	248 797 000	80 518 000
Počet akcií (ks)	22 291 948	22 291 948	22 291 948	22 291 948
EPS (CZK)	16,39	12,07	11,16	3,61
Nárůst EPS v %	35,79 %	8,15 %	209 %	-

Po celé sledované období zůstal celkový počet akcií nepozměněn na hodnotě 22 291 948 kusů.

Tabulka zároveň ukazuje nárůst čistého zisku na akcii mezi jednotlivými roky, ani v jednom z uvedených let nedošlo ke snížení čistého zisku na akcii, ani celkového čistého zisku. Meziroční nárůst 209 % mezi lety 2020 a 2021 byl způsobený obzvláště významnou podporou státu v návaznosti na pandemii COVID-19, na kterou společnost také reagovala významným snížením celkových nákladů na rekonstrukci, tudíž snížením ostatních provozních výnosů.

Společnost v jednotlivých letech vykazovala řadu jednorázových událostí ovlivňující čistý zisk. Očištěné čisté zisky připadající akcionářům, jsou znázorněny v níže uvedené tabulce, data byly získány z upravených konsolidačních finančních výsledků společnosti.

Tabulka 5 Data sloužící k výpočtu očištěného zisku na akcii od roku 2020 do roku 2023, zdroj: *Výroční zprávy společnosti 2020-2023, vlastní zpracování*

	12/2023	12/2022	12/2021	12/2020
Čistý zisk (CZK)	269 100 000	214 200 000	237 400 000	196 100 000
Počet akcií (ks)	22 291 948	22 291 948	22 291 948	22 291 948
EPS (CZK)	12,07	9,60	10,65	8,8
Nárůst EPS v %	25,73 %	-9,86 %	21,02 %	-



Po odečtení jednorázových nákladů a výnosů lze mezi lety 2021 a 2022 sledovat ztrátu 23,2 milionů korun českých. Tato ztráta byla primárně způsobena očištěným o 126,6 milionů Kč, které společnost nabila z ukončených derivátů.

V obou případech lze pozorovat celkový nárůst čistého zisku na akcii a celkového čistého zisku za sledované období, což je v rámci screeningu uspokojivé.

### 9.1.2 Poměr ceny akcie k zisku na akcii / Price to Earnings ratio

Poměr ceny k zisku na akcii představuje jeden z nejoblíbenějších a nejčastěji užívaných poměrových ukazatelů hodnotových investorů, jedná se o důležitý poměrový ukazatel, který však má určité nedostatky (viz. kapitola 4.2.1). Ukazatel definuje níže uvedený vztah.

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Zisk na akcii po zdanění}} \quad (11)$$

K datu psaní této práce je cena akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. 271 Kč, vzorec výpočtu poměru ceny akcie k zisku na akcii bude tedy vypadat následovně

$$P/E = \frac{271}{16,39} = 16,53 \quad (12)$$

Výsledná hodnota ukazatele poměru ceny akcie k zisku na akcii je **16,53**, tudíž přesahuje požadovanou hodnotu našeho screeningu, jak již však bylo zmíněno, valuace každé společnosti je velice individuální, poměr P/E má zároveň významný nedostatek a akcie má stále potenciál být podhodnocenou a dobrou investicí, proto je vhodné tento ukazatel doplnit o ukazatel porovnávající hodnotu společnosti k EBITDA.

### 9.1.3 Poměr hodnoty podniku k EBITDA / Enterprise value to EBITDA

Hodnota podniku neboli Enterprise value představuje finální hodnotu podniku, představuje součet tržní kapitalizace firmy a čistý dluh společnosti. Vztah tohoto ukazatele lze také vyjádřit následovně:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Tržní kapitalizace} + \text{Celkový dluh} - \text{Peníze a peněžní ekvivalenty}}{\text{Zisk před úroky, daněmi, odpisy a amortizací}} \quad (13)$$

Tržní kapitalizaci v tomto výpočtu lze pochopit jakožto součin tržní ceny akcie a celkového počtu emitovaných akcií.

Po doplnění hodnot, bude vzorec vypadat následovně:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{6\,041\,117\,908 + 2\,859\,704\,000}{1\,287\,600\,000} = 6,91 \quad (14)$$

Finální hodnota poměru hodnoty podniku k EBITDA vychází **6,91**, což splňuje podmínky našeho screeningu, zároveň tato hodnota nastiňuje, že by společnost mohla být stále podhodnocená.

#### 9.1.4 Poměr ceny k účetní hodnotě / Price to Book value

Ukazatel poměru ceny k účetní hodnotě (P/BV), nám říká, zdali je cena akcie nižší, či vyšší (tedy také nadhodnocená či podhodnocená) k účetní hodnotě firmy. Ukazatel není očištěný o goodwill a nehmotná aktiva, tyto aktiva ze vzorce odstraňuje takzvaný „Tangible price to Book“ poměr (P/TBV), který je uvedený níže. Níže uvedený vztah znázorňuje rovnici pro výpočet poměru ceny k účetní hodnotě.

$$P/BV = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\left(\frac{\text{Celková aktiva} - \text{Celkové závazky}}{\text{Celkový počet emitovaných akcií}}\right)} \quad (15)$$

Po dosazení hodnot společnosti kofola bude vypadat vztah následovně:

$$P/BV = \frac{271}{\left(\frac{8\,207\,601\,000 - 6\,569\,751\,000}{22\,291\,948}\right)} \quad (16)$$

Výsledná hodnota výše uvedeného vztahu je **3,69**, což je vyšší, než je v námi stanoveném screeningu, lze tedy říct, že z hlediska účetní hodnoty je akcie společnosti Kofola Československo a.s. nadhodnocená, neznamená to však, že je akcie reálně nadhodnocená, je tedy vhodné se podívat na poměr k hmotné účetní hodnotě, která z rovnice odstraňuje goodwill a nehmotná aktiva.

#### 9.1.5 Poměr ceny k hmotné účetní hodnotě na akcii / Price to Tangible Book value

Tento ukazatel představuje poměr ceny akcie (v našem případě 271 Kč.) k hmotné účetní hodnotě. Ukazatel vyjadřuje následující vztah.

$$P/TBV = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\left(\frac{\text{Celková aktiva} - (\text{Nehmotná aktiva} + \text{Goodwill}) - \text{Celkové závazky}}{\text{Celkový počet emitovaných akcií}}\right)} \quad (17)$$

Oproti normálnímu ukazateli poměru ceny k účetní hodnotě (P/BV) jsou od celkových aktiv odečteny aktiva nehmotná a goodwill. Tento ukazatel ukazuje, kolik peněz by společnosti zůstalo v případě prodeji veškerých aktiv a zaplacení veškerých závazků. Nehmotná aktiva mohou být například licence, nebo know-how, které společně s goodwillem není možné prodat a získat za ně peníze, proto tento ukazatel lze považovat za přesnější.

Dle údajů z konsolidované rozvahy společnosti bude vypadat výpočet poměru ceny k hmotné účetní hodnotě následovně:

$$P/TBV = \frac{271}{\left(\frac{8\,207\,601\,000 - (1\,159\,796\,000 + 662\,318\,000) - 6\,569\,751\,000}{22\,291\,948}\right)} \quad (18)$$

Výsledná hodnota výše uvedeného vztahu je **-16,58**. Negativní hodnota tohoto ukazatele je způsobena velkým poměrem nehmotných aktiv a goodwillu. To však nemusí ihned znamenat špatné zprávy pro případné investory.

Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. má velké množství nehmotných aktiv a goodwillu, které takto nízkou hodnotu způsobují, je velice možné, že došlo k přecenění těchto složek, což mohlo zapříčinit negativní výsledek.

Potencionální výhody negativní hodnoty Price to Book value podporuje také studie „*Negative Equity, Veiled Value and the Erosion of Price-to-Book*“ od Travise Fairchild-a, CFA (2018), která se opírá o historická data mezi lety 1993-2017 a tvrdí, že společnosti se zápornou hodnotou Price to Book v 57 % dokázaly porážet trh v tříletých sledovaných obdobích.

Mezi řadu společností na světovém trhu spadající do stejného sektoru jako společnost Kofola a také vykazují negativní hmotnou účetní hodnotu patří například Coca-Cola, Pepsi, Nestlé, nebo McDonald 's, které taktéž z velké části těží na svém branding.

### 9.1.6 Poměr oběžných aktiv a závazků / Current ratio

Jak již název napovídá Current ratio představuje poměr mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými závazky, v rámci screeningu je určena požadovaná hodnota 2:1, na základě analýzy NEJEN českého akciového trhu by bylo velice těžké (ne-li nemožné) najít na burze cenných papírů Praha společnost, která by takto vysoký poměr vykazovala, v rámci sledované společnosti budeme požadovat hodnotu vyšší než 1. Výpočet poměru ilustruje níže uvedený vztah

$$Current\ ratio = \frac{2\,897\,353\,000}{2\,807\,099\,000} = 1,03 \quad (19)$$

Hodnota společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. je **1,03**. Jak již bylo zmíněno v rámci sledované společnosti jsme požadovali hodnotu aspoň 1:1, což jsme také získali.

Hodnota Current ratio 1:1 byla zvolena na základě velké konkurenční výhody společnosti na trhu, která zároveň podporuje „výdělečnou sílu“ společnosti, která kompenzuje poměrně vysoké krátkodobé závazky.

### 9.1.7 Poměr dluhu k vlastnímu kapitálu / Debt to Equity

Poměr dluhu k vlastnímu kapitálu představuje obecný pohled na zadluženost daného podniku, výpočet ukazatele se vypočítá následovně.

$$D/E = \frac{\text{Celkový dluh}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (20)$$

Hodnota celkového dluhu je vypočítána jakožto součet závazků z úvěrů, půjček, dluhopisů a leasingů. Po doplnění hodnot z konsolidované výroční zprávy společnosti bude vypadat finální výpočet následovně.

$$D/E = \frac{3\,930\,803\,000}{1\,457\,850\,000} = 2,7 \quad (21)$$

Hodnota **2,7** výrazně převyšuje stanovenou maximální hodnotu 0,6. Ukazatel poměru dluhu k vlastnímu kapitálu lze považovat za opravdu velice obecný, proto je vhodné tento ukazatel doplnit o ukazatel poměřující čistý dluh k zisku před úroky, daněmi, odpisy a amortizací (EBITDA). Vztah je vyjádřený níže uvedenou rovnicí.

$$\frac{\text{Čistý dluh}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Celkový dluh} - \text{Peníze a peněžní ekvivalenty}}{\text{Zisk před úroky, daněmi, odpisy a amortizací}} \quad (22)$$

Po doplnění hodnot by vypadala výše uvedená rovnice následovně:

$$\frac{\text{Net Debt}}{\text{EBITDA}} = \frac{2\,859\,704\,000}{1\,287\,600\,000} = 2,22 \quad (23)$$

Tato hodnota nám hypoteticky říká, že za 2,22 let by společnost mohla splatit svůj dluh v případě, že by její veškeré zisky sloužily k platbě dluhu.

Níže uvedená tabulka znázorňuje vývoj obou ukazatelů od roku 2020. Veškerá níže uvedená data jsou získána z ročních uzávěrek společnosti. Na základě dat z tabulky lze pozorovat postupné snižování zadluženosti společnosti, došlo pouze k jednomu drobnějšímu navýšení mezi lety 2021-2022, způsobeno navýšením dlouhodobých bankovních úvěrů.

Tabulka 6 Vývoj ukazatele Debt To Equity a Net Debt to EBITDA zdroj: *Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování*

	12/2023	12/2022	12/2021	12/2020
Debt To Equity	2,70	3,39	3,33	4,75
Net Debt to EBITDA	2,22	3,08	2,99	4,16

### 9.1.8 Dividendové výnosy

Dividendové výnosy lze považovat za bonusovou část screeningu obzvláště se opírající o historická data. Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. dlouhodobě dividendy vyplácí ve sledovaném období 2020-2023 byla vždy vyplacena dividendy 13,5 Kč (výjimkou byl rok 2022, kdy byla snížena dividendy z důvodu vysokých cen energií)

Dividendový výnos lze vypočítat následovně.

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Výše dividendy}}{\text{Tržní cena akcie}} \times 100 \quad (24)$$

V našem případě využíváme tržní cenu akcie 271 Kč, hodnota dividendy je 13,5 Kč, vztah bude tedy vypadat následovně.

$$\text{Dividend Yield} = \frac{13,5}{271} \times 100 = 4,98 \% \quad (25)$$

Hodnota **4,98 %**, splňuje námi stanovenou hodnotu 4 %.

### 9.1.9 Výpočet vnitřní hodnoty

Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. vyplácí dividendy, dává tedy smysl využít dividendový diskontní model. Využit bude níže uvedený vztah:

$$V = \frac{D}{k} \quad (26)$$

Kde „D“ představuje konstantně vyplácenou dividendu ve stejné výši (v našem případě 13,5 Kč.) a „k“ představuje diskontní sazbu, která je tvořena z bezrizikové sazby, která je dle investing.com k datu psaní této práce 4,325 % a riziková sazba, která za rok 2023 dle Statista Research Department tvořila 6,3 %. Vztah doplněný o zmíněné hodnoty bude vypadat následovně:

$$V = \frac{13,5}{(0,04325+0,063)} = 127,06 \quad (27)$$

Výsledná hodnota **127,06 Kč** nám tedy říká, že oproti tržní ceně akcie, která k datu psaní této práce činí **271 Kč** je akcie značně nadhodnocená.

## 9.2 Erste Group Bank

Erste Group Bank je rakouská banka, která je registrovaná na Pražské burze cenných papírů, Vídeňské burze cenných papírů a také Bukurešťské burze cenných papírů. Erste Group momentálně působí v sedmi zemích (Česká republika, Slovensko, Rakousko, Maďarsko,

Srbsko, Chorvatsko a Rumunsko). V České republice funguje Erste Group Bank pod záštitou České spořitelny. Česká spořitelna je nejstarší a největší banka v České republice dle počtu klientů (4,5 milionu) a zároveň vlastní největší síť poboček a bankomatů. Z hlediska celé Erste Bank Group Česká spořitelna dosáhla největšího čistého zisku (680 milionu EUR) ze všech zemí v rámci střední a východní Evropy kde Erste Bank Group vystupuje (mimo Rakousko), na druhém místě byla rumunská Banca Comercială Română, která dosáhla čistého zisku 383 milionů. (Výroční zpráva společnosti za rok 2023)

Dle Výroční zprávy za rok 2023, management Erste Group Bank očekává za rok 2024 růst čistých úvěrů o 5 %, zároveň očekává růst výnosů z poplatků a provizí taktéž o 5 %. Tyto nárůsty by však měly být vykompenzovány předpokládaným snižováním úrokových sazeb, u kterých Erste Group Bank prognózuje snížení o 3 %.

### 9.2.1 Čistý zisk na akcii / Earnings Per Share

Jakožto úvodní ukazatel pro určení hodnoty společnosti je vhodné opět využít čistý zisk na akcii, který nám následně pomůže k výpočtu dalších případných ukazatelů a zároveň nám napomůže porozumět, zdali společnost vykazuje zvyšující se zisky. Výpočet bude následovný:

$$EPS = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Celkový počet emitovaných akcií}} \quad (28)$$

Níže uvedená tabulka obsahuje všechny potřebné hodnoty k výpočtu čistého zisku na akcii, tedy čistý zisk a také celkový počet emitovaných akcií, který zůstal po celé sledované období nezměněn.

Tabulka rovněž znázorňuje růst čistého zisku na akcii mezi jednotlivými roky, který naznačuje zvyšující se ziskovost společnosti.

Tabulka 7 Data sloužící k výpočtu zisku na akcii od roku 2020 do roku 2023, zdroj: Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování

	12/2023	12/2022	12/2021	12/2020
Čistý zisk (EUR)	2 997 576 000	2 164 718 000	1 923 380 000	783 129 000
Počet akcií (ks)	429 800 000	429 800 000	429 800 000	429 800 000
EPS (EUR)	6,97	5,04	4,48	1,82
Nárůst EPS v %	38,29 %	12,5 %	146,15 %	-

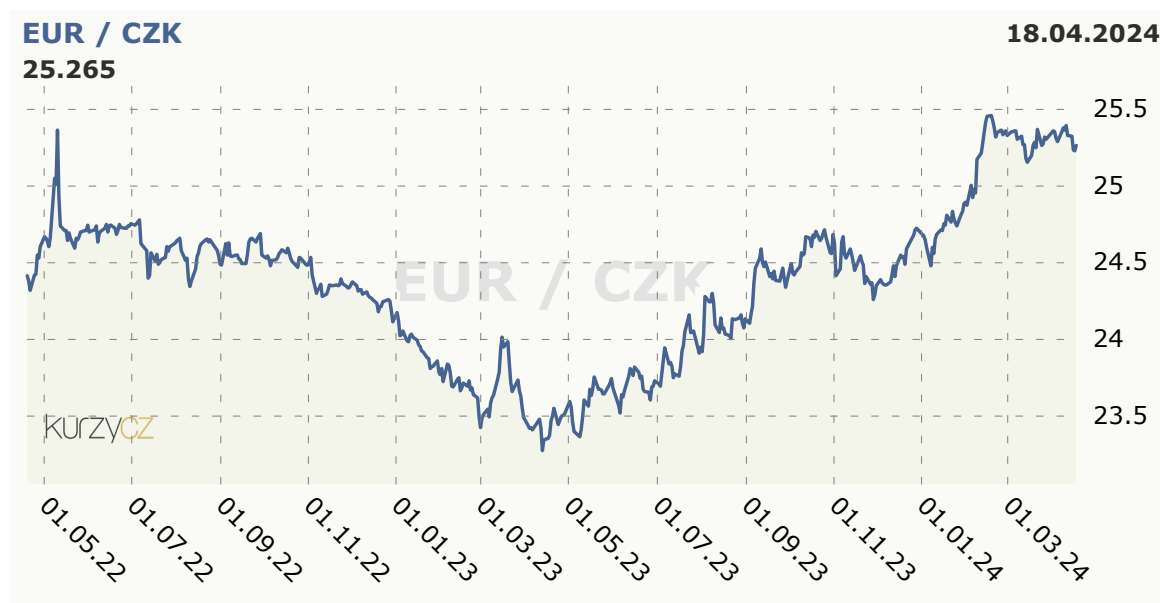
### 9.2.2 Poměr ceny akcie k zisku na akcii / Price to Earnings ratio

Pro banku je nutné používat jiný postup screeningu, než jako tomu bylo u předchozí společnosti, banky využívají velkou část cizího kapitálu a jejich kapitálová struktura se výrazně od výrobních společností liší, proto by nebylo vhodné využívat Enterprise value/EBITDA, ukazatel poměru ceny akcie k zisku na akcii však stále dává smysl při valuaci banky využít, pro zopakování vypadá vztah následovně:

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Zisk na akcii po zdanění}} \quad (29)$$

K datu psaní této práce je cena akcie Erste Group Bank na Burze cenných papírů Praha 1080 Kč. Hodnota zisku na akcii je však v eurech na kus. Níže uvedený graf znázorňuje vývoj kurzu Eura vůči České koruně od 1.5.2022. Česká národní banka začala v prvním kvartálu roku 2024 korunu oslabovat, kurz se k datu psaní této práce pohybuje přibližně okolo 25,27 EUR/CZK. Pro přehlednost bude pro tuto práci tedy použit jednotný kurz 25 EUR/CZK

Tabulka 8 Vývoj kurzu České koruny od 1.5.2022, zdroj: kurzy.cz



Po přepočtu 1080 Kč na eura využitím kurzu 25 EUR/CZK vychází částka 43,2 EUR, můžeme tedy aplikovat do vzorce.

$$P/E = \frac{43,2}{6,97} = 6,2 \quad (30)$$

Hodnota **6,2** je pro náš screening uspokojivá, můžeme se tedy dále přesunout na další ukazatel.

### 9.2.3 Poměr ceny k účetní hodnotě na akcii / Price to Book value

Banky jsou známé pro nízké hodnoty poměru ceny k účetní hodnotě, často bývá právě poměr ceny k účetní hodnotě využívaný častěji než dříve uvedený ukazatel ceny akcie k zisku na akcii.

Výpočet P/BV je obdobný jako tomu bylo u předchozí společnosti.

$$P/BV = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\left(\frac{\text{Celková aktiva} - \text{Celkové závazky}}{\text{Celkový počet emitovaných akcií}}\right)} \quad (31)$$

Po doplnění hodnot získaných z výroční zprávy společnosti za rok 2023 bude rovnice vypadat následovně:

$$P/BV = \frac{43,2}{\left(\frac{337\,155\,000\,000 - 308\,653\,000\,000}{429\,800\,000}\right)} \quad (32)$$

Výsledná hodnota rovnice je **0,65**, lze tedy říct, že z hlediska účetní hodnoty je akcie společnosti Erste Group Bank podhodnocená, i přesto je však vhodné vypočítat poměr ceny k hmotné účetní hodnotě na akcii.

### 9.2.4 Poměr ceny k hmotné účetní hodnotě na akcii / Price to Tangible Book value

Také poměr ceny k hmotné účetní hodnotě na akcii zůstane nepozměněn od minulé zkoumané společnosti, od celkových aktiv nebudeme tedy odečítat pouze celkové závazky, ale také nehmotná aktiva a goodwill. Erste Bank Group ve své výroční zprávě započítává goodwill jakožto součást nehmotných aktiv, rovnice bude tedy vypadat následovně:

$$P/TBV = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\left(\frac{\text{Celková aktiva} - \text{Nehmotná aktiva} - \text{Celkové závazky}}{\text{Celkový počet emitovaných akcií}}\right)} \quad (33)$$

Po doplnění hodnot z výroční zprávy bude výpočet vypadat následovně:

$$P/TBV = \frac{43,2}{\left(\frac{377\,155\,000\,000 - 1\,313\,000\,000 - 308\,653\,000\,000}{429\,800\,000}\right)} \quad (34)$$

Finální hodnota poměru ceny k hmotné účetní hodnotě na akcii se rovná **0,28**. Hodnota vyhovuje screeningu, zároveň je velice nízká, což je pro banku důležité. Tento ukazatel je vhodné doplnit o ukazatel rentability vlastního kapitálu.



### 9.2.5 Rentabilita vlastního kapitálu / Return on Equity

Vztah nízkého poměru ceny k účetní hodnotě společně s vysokou rentabilitou vlastního kapitálu může značit, že je daná akcie podhodnocená. Rovnice pro výpočet ukazatele bude vypadat následovně:

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (35)$$

Vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu ve sledovaném období znázorňuje níže uvedená tabulka.

Tabulka 9 Data sloužící k výpočtu rentability vlastního kapitálu, zdroj: *Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování*

	12/2023	12/2022	12/2021	12/2020
Čistý zisk (EUR)	2 997 576 000	2 164 718 000	1 923 380 000	783 129 000
Vlastní kapitál (EUR)	28 502 000 000	25 305 000 000	23 513 000 000	22 410 000 000
ROE v %	10,52 %	8,55 %	7,54 %	3,49 %
Průměrné ROE v EU v %	-	7,22 %	6,77 %	2,31 %

Na základě výsledků lze pozorovat meziroční růst rentability vlastního kapitálu, zároveň můžeme pozorovat, že na základě výsledků průměrné rentability vlastního kapitálu bankovního sektoru v Evropské Unii se každoročně daří Erste Group Bank převyšovat průměr (Průměr byl získán z publikace Statista Research Department).

### 9.2.6 Dividendový výnos

V rámci screeningu budeme u Erste Group Bank také pozorovat dividendové výnosy. Výpočet bude stejný jako u předchozí společnosti.

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Výše dividendy}}{\text{Tržní cena akcie}} \times 100 \quad (36)$$

Erste Group Bank se snaží meziročně zvyšovat dividendu, roku 2020 byla vyplacena dividendou 1,5 EUR za akcii, za rok 2023 se tato hodnota navýšila na finálních 1,9 EUR za akcii, můžeme tedy dosadit do vzorce.

$$\text{Dividend Yield} = \frac{1,9}{43,2} \times 100 = 4,39\% \quad (37)$$

Vyplácená dividendu je v souladu se screeningem, který je nastavený na 4 % dividendový výnos.

### 9.2.7 Výpočet vnitřní hodnoty

Společnost Erste Group Bank vyplácí dividendu, je tedy možné využít dividendový diskontní model, jako tomu bylo v předchozím příkladě, rovnice bude vypadat následovně:

$$V = \frac{D}{k} \quad (38)$$

Po doplnění hodnoty vyplácené dividendy, která tvoří 1,9 eur podělenou o bezrizikovou a rizikovou sazbu bude výpočet vypadat následovně:

$$V = \frac{1,9}{(0,04325+0,063)} = 17,88 \quad (39)$$

Výsledná hodnota **17,88** vychází v eurech je jí tedy nutné převést zpět na koruny což vychází **447,05** Kč. Opět lze pozorovat, že je momentální cena akcie společnosti značně nadhodnocená.

### 9.2.8 CAMELS Model

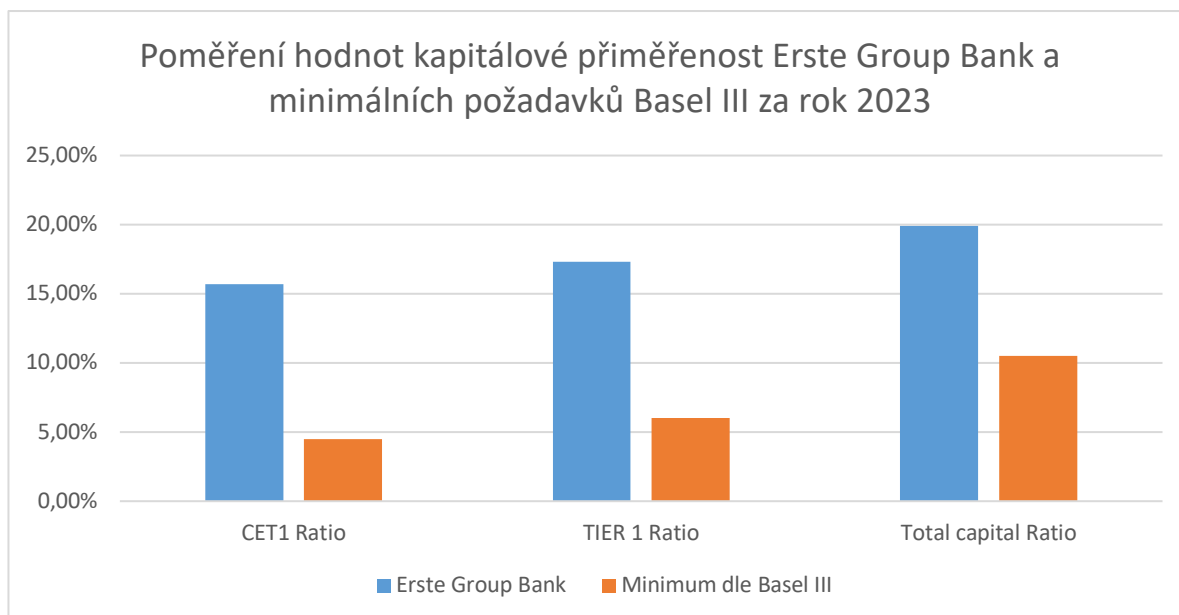
Při valuaci bank nedává smysl využívat řadu z kritérií, které byly v rámci screeningu zvoleny. Častým přístupem k valuaci finančních společností je takzvaný CAMELS model, který danou společnost hodnotí na základě šesti kritérií: (investing.com)

- C – Capital adequacy (Kapitálová přiměřenost)
- A – Asset quality (Kvalita aktiv)
- M – Management (Kvalitní management banky)
- E – Earnings (Schopnost banky produkovat zisk)
- L – Liquidity (Likvidita aktiv, riziko úrokových sazeb)
- S – Sensitivity (Sensitivita vůči rizikům)

#### 1. Capital adequacy

Níže uvedený graf porovnává jednotlivé složky kapitálové přiměřenosti Erste Group Bank společně s minimálními požadavky Basel III.

Je evidentní, že dokázané hodnoty Erste Group Bank vysoce převyšují požadavky Basel III, společnost za rok 2023 neklesla pod požadované hodnoty sledovaných druhů kapitálu, obdobně tomu bylo předchozí roky, i přesto, že minulé výsledky nemohou zaručit budoucí úspěch, není důvod očekávat, že by následující roky.



Obrázek 7 Poměření hodnot kapitálové přiměřenost Erste Group Bank a minimálních požadavků Basel III za rok 2023, zdroj: *Výroční zpráva společnosti, vlastní zpracování*

V následujících bodech CAMELS modelu bude Erste Bank Group porovnává s belgickou KBC Group (v ČR pod záštitou ČSOB) a nizozemskou ABN AMRO tyto dvě společnosti byly k porovnávání s Erste Group Bank zvoleny na základě podobných hodnot celkových vlastněných aktiv.

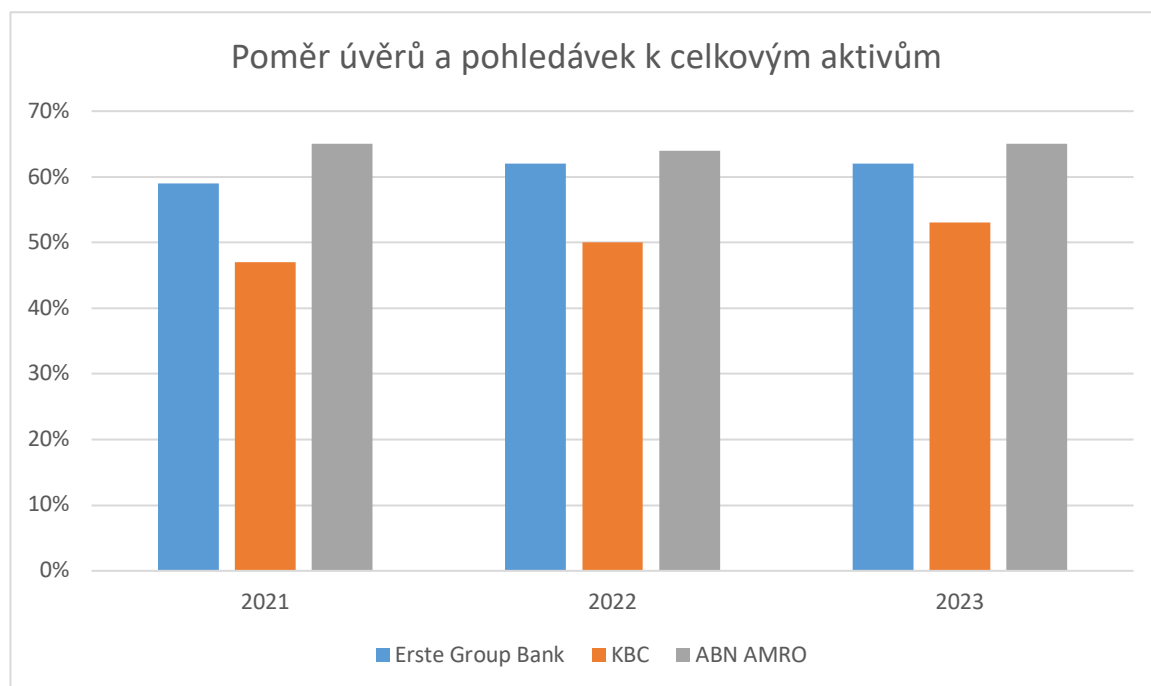
Tabulka 10 Porovnání společností na základě celkových aktiv zdroj: *Výroční zprávy společností za rok 2023, vlastní zpracování*

Společnost	Celková aktiva za rok 2023
Erste Group Bank	337 115 000 000
KBC Group	346 921 000 000
ABN AMRO	377 909 000 000

## 2. Asset quality

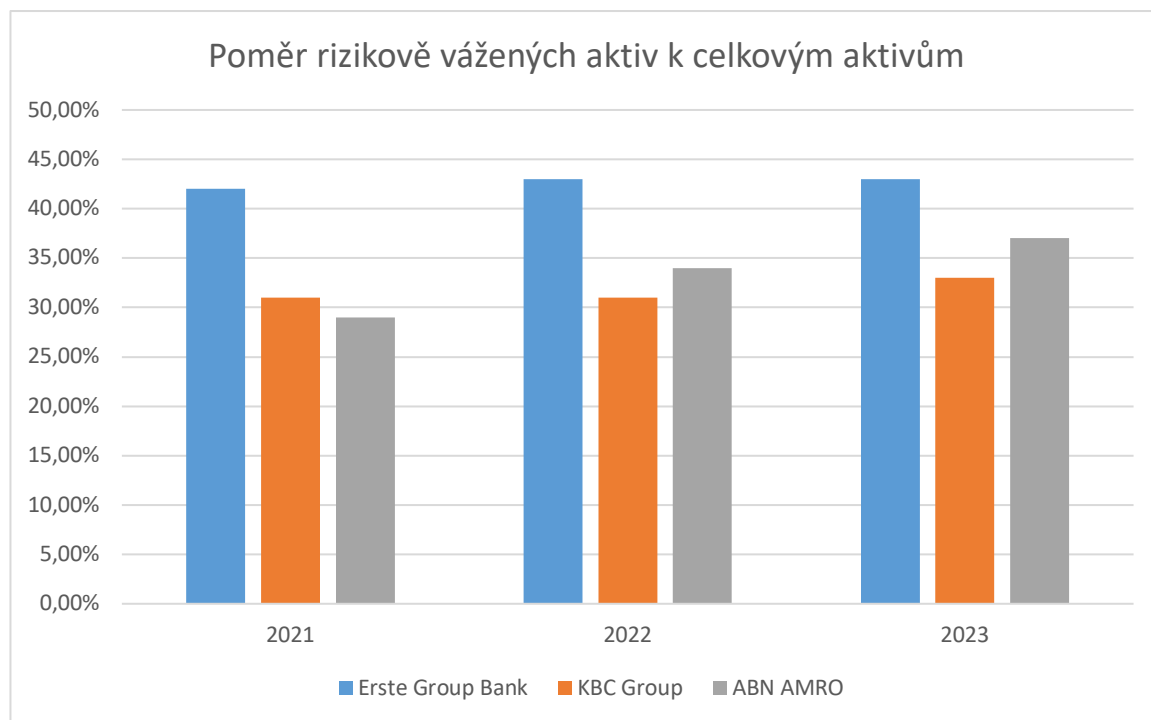
Kvalita aktiv byla v rámci této práce porovnávaná na základě poměru veškerých úvěrů a pohledávek poskytnutých klientům vůči celkovým aktivům. Poměr úvěrů a pohledávek k celkovým aktivům Erste Group Bank roku 2021 byl na hodnotě 59 %, v rámci roku 2022 došlo k drobnému navýšení na finální hodnotu 62 %, i přesto však nelze říct, že by tato hodnota byla příliš vysoká, což lze hodnotit kladně. Nižších hodnot ve sledovaném období dosáhla KBC Group, jejichž růst tohoto poměru je však vyšší než v případě Erste Group

Bank. ABN AMRO v této skupině dosahuje nejvyšších hodnot mezi 64-65 %.



Obrázek 8 Poměr úvěrů a pohledávek k celkovým aktivům analyzovaných společností, zdroj: Výroční zprávy společností, vlastní zpracování

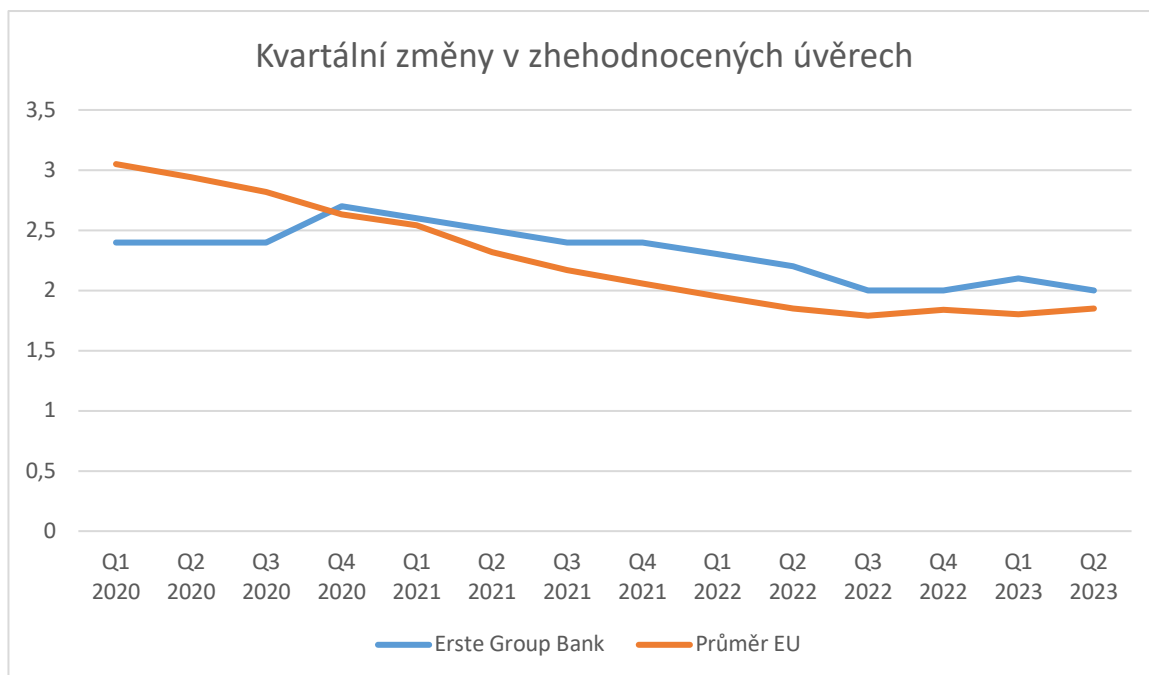
Níže uvedený graf znázorňuje poměr rizikově vážených aktiv vůči celkovým aktivům. Ve sledovaném období dosahuje Erste Group Bank nejvyšších hodnot ve všech sledovaných letech. I přesto však nejsou naměřené hodnoty příliš vysoké a pohybují se okolo 42-43 %, zároveň ve sledovaném období hodnoty výrazně nerostly, jako tomu bylo u banky ABN AMRO, jejichž hodnota se od roku 2021 zvýšila o 8 %.



Obrázek 9 Poměr rizikově vážených aktiv k celkovým aktivům analyzovaných společností, zdroj: *Výroční zprávy, vlastní zpracování*

Kvalitu aktiv lze také měřit na základě ztrát ze znehodnocených úvěrů, které banky sužují. Erste Group Bank byla v rámci tohoto ukazatele porovnáována s průměrnými hodnotami znehodnocených úvěrů v eurozóně (Publikoval Fernando de Querol Cumbreira, 2023).

Na základě níže uvedeného grafu je evidentní, že se Erste Group Bank pohybuje v rozmezí průměrných hodnot, které byly v rámci studie naměřeny. Do čtvrtého kvartálu roku 2020 se Erste Group Bank dařilo vykazovat nižší hodnoty, než je průměr v Evropské Unii. Od roku 2021 však hodnoty nabývají drobně vyšších hodnot, i přesto se však pohybují velice blízko průměru, což lze považovat za kladnou zprávu.



Obrázek 10 Kvartální změny v znehodnocených úvěrech Erste Group Bank v porovnání s průměrem eurozóny. zdroj: *Výroční zprávy společnosti a statista.com, vlastní zpracování*

### 3. Management

Kvalitu managementu lze měřit na základě spokojeností klientů s bankou, jedním z ukazatelů, který znázorňuje spokojenost je celkový počet klientů a vývoj této klientely v průběhu let.

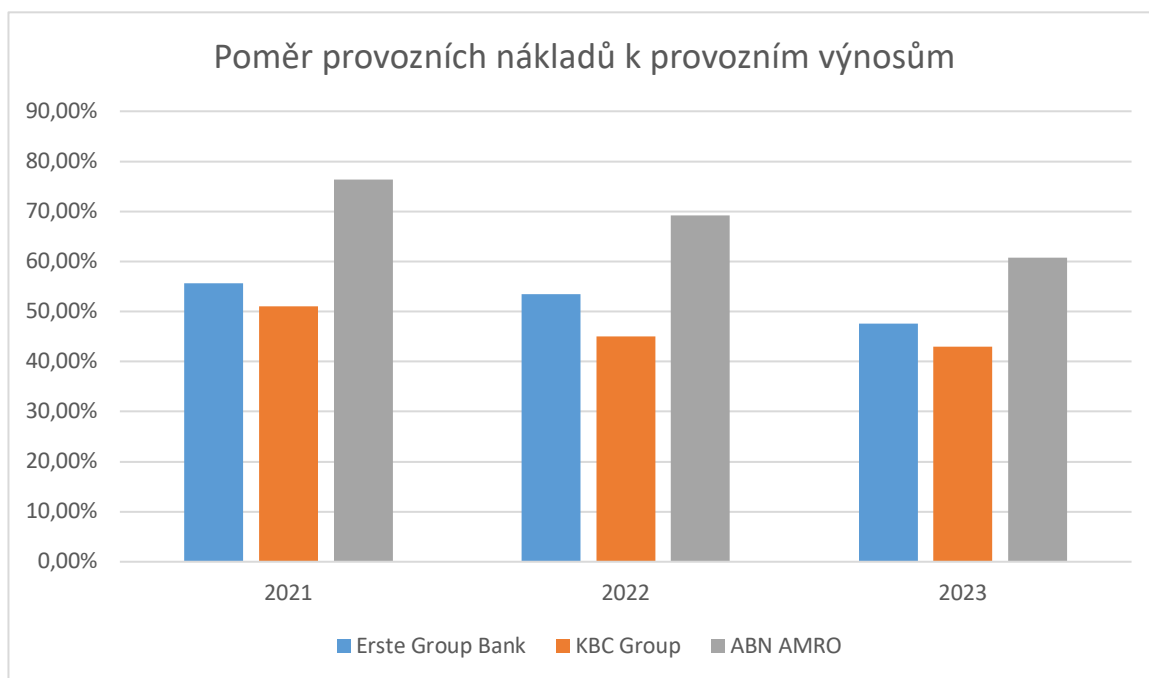
Ve sledovaném období se všem společnostem podařilo nejen udržet svou klientelu, ale také ji neustále zvyšovat. Nejrobustnější vývoj v klientele zaznamenala KBC Group, která si od roku 2021 do svého klientského portfolia připsala milion nových účtů.

Již ne tak prudkého nárustu klientů se dočkaly Erste Group Bank a ABN AMRO, které si obě za sledované období polepšily o zhruba 200 000 klientů. I přesto se Erste Group Bank povedlo si nejen svou klientelu udržet, ale také ji znásobit, což lze hodnotit kladně.

Tabulka 11 Celkový počet klientů analyzovaných společností, zdroj: *Výroční zprávy společností, vlastní zpracování*

	12/2023	12/2022	12/2021
Počet klientů Erste	16 200 000	16 100 000	16 000 000
Počet klientů KBC Group	13 000 000	12 900 000	12 000 000
Počet (retail) klientů ABN AMRO	5 200 000	5 200 000	5 000 000

Management byl také poměřován na základě poměru provozních nákladů k provozním výnosům. Nižší hodnoty tedy naznačují vyšší provozní efektivitu. V rámci tohoto ukazatele si všechny sledované banky v průběhu let polepšují a výsledná hodnota poměru se meziročně snižuje. Erste Group Bank drobně zaostává za KBC Group (cca o 4,5 %) oběma společnostem se za sledované období tento ukazatel podařilo snížit o 8 %. Výrazněji za oběma zaostává společnost ABN AMRO, která však celkový poměr snížila zhruba o 16 %.



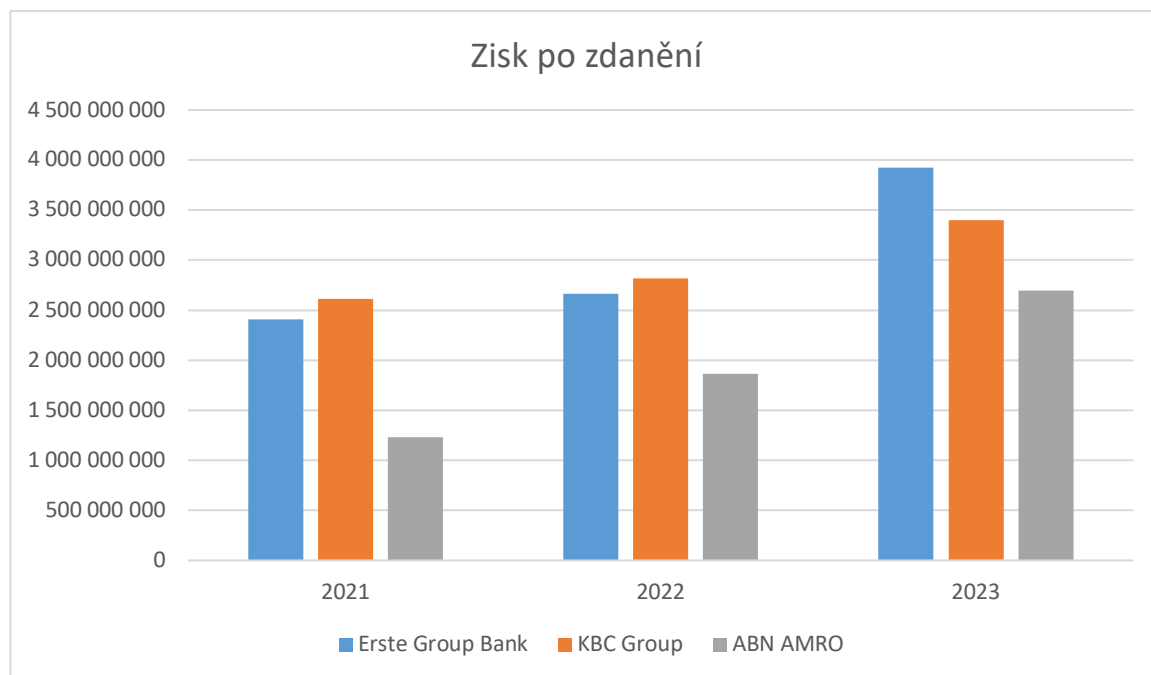
Obrázek 11 Poměr provozních nákladů k provozním výnosům analyzovaných společností  
zdroj: *Výroční zprávy společností, vlastní zpracování*

#### 4. Earnings

Skvělým ukazatelem ziskovosti banky je analýza čistého zisku po zdanění, která se zároveň již počítala ve výpočtu čistého zisku na akcii, kde se však počítalo s čistým ziskem náležitým akcionářům.

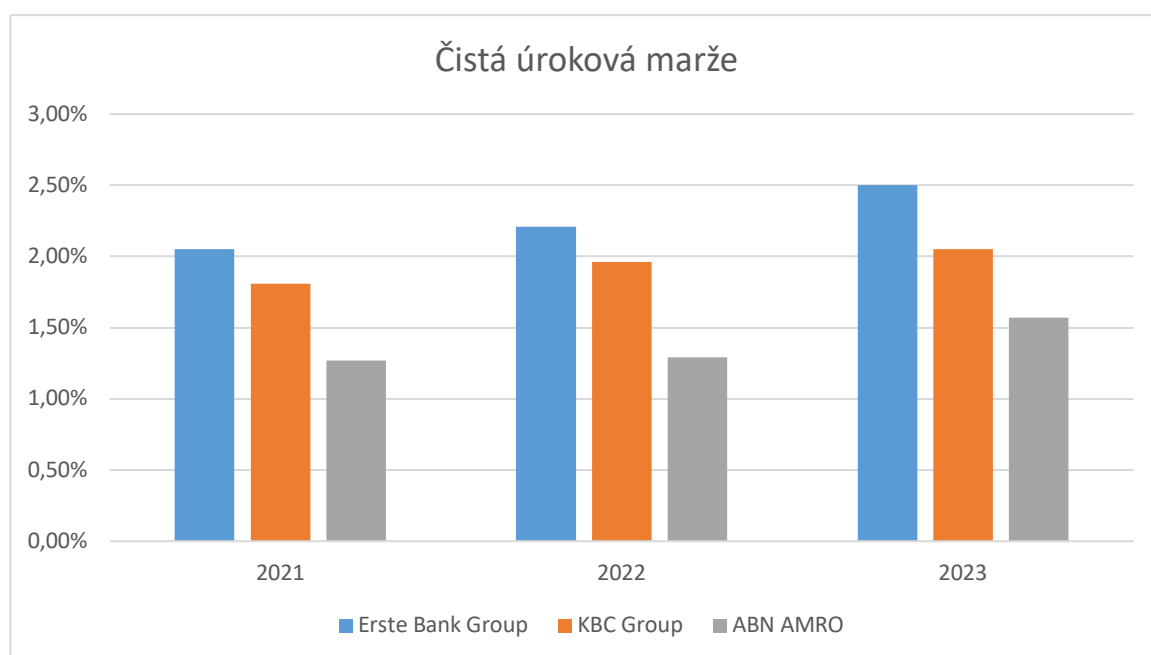
Níže uvedený graf znázorňuje zisk po zdanění tří sledovaných společností za poslední tři roky. Erste Group Bank mezi lety 2022-2023 vykazuje robustní nárůst čistého zisku a převyšuje tak obě zbývající společnosti, což je považováno za pozitivní.

O více než dvojnásobek se také zvýšil čistý zisk společnosti ABN AMRO, která tak snížila náskok, který roku 2021 měli porovnávaní konkurenti.



Obrázek 12 Zisk po zdanění analyzovaných společností, zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Erste Bank Group ve sledovaném období má nejvyšší čistou úrokovou marži ze všech sledovaných společností, což lze z hlediska investora hodnotit kladně. Čistá úroková marže Erste Group Bank zároveň jakožto jediná ze sledovaných společností stabilně přesahuje 2 %. Z výroční zprávy 2023 byla finální čistá úroková marže 2,5 %, zatímco úroková marže KBC Group dosahovala 2,05 %.



Obrázek 13 Čistá úroková marže analyzovaných společností, zdroj: Výroční zprávy společností, vlastní zpracování

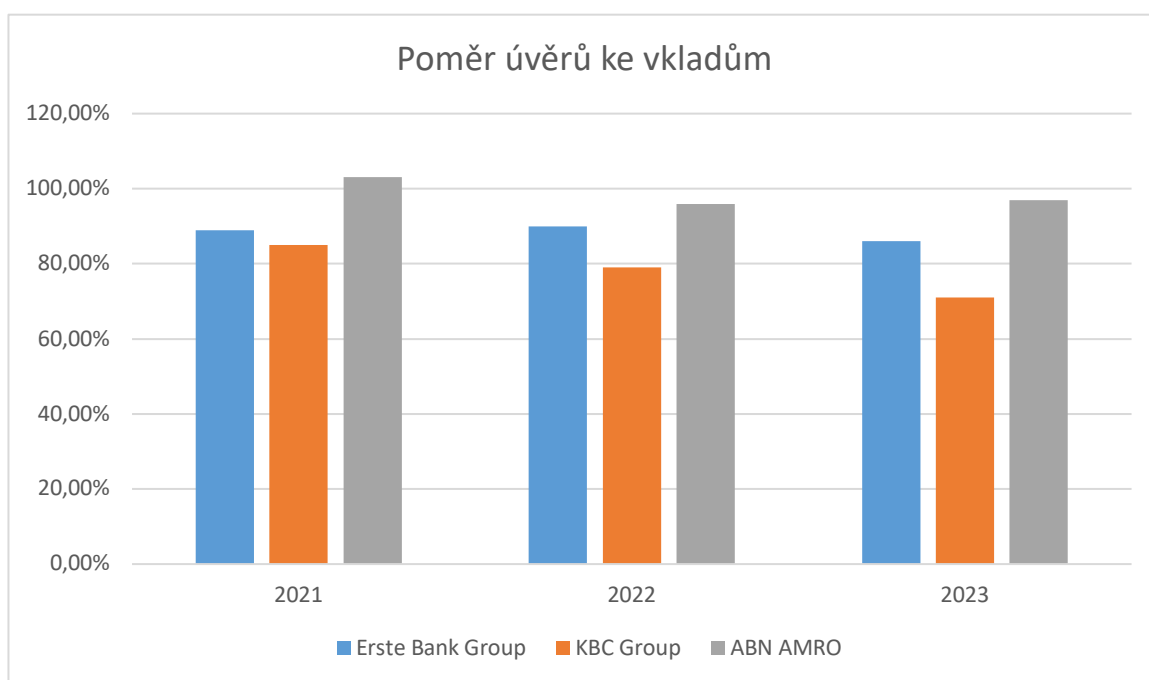


## 5. Liquidity

Likvidita Erste Bank Group je ve sledovaném období dobrá. Za poslední tři roky nenabil ukazatel poměru úvěrů ke vkladům více než 100 %, jinými slovy společnost přijala více vkladů, než poskytla úvěrů.

Erste Bank Group zároveň ve sledovaném období snížila celkový poměr o 3 % na finální hodnotu 86 %, obdobného výsledků dosáhla také společnost KBC Group, které se poměr úvěrů ke vkladům snížil na pouhých 71 %.

Již ne tak dobrých výsledků v roce 2021 dosahovala společnost ABN AMRO, kde poměr poskytnutých úvěrů ke vkladům přesahoval 100 %, (103 %) což výrazně ovlivňovalo likviditu společnosti. Roku 2023 byl však celkový poměr společnosti snižen a výsledná hodnota roku 2023 byla 97 %, což sice také lze považovat za poměrně vysoké číslo, lze však pozorovat výrazné zlepšení



Obrázek 14 Poměr úvěrů ke vkladům analyzovaných společností, zdroj: *Výroční zprávy společností, vlastní zpracování*

## 6. Sensitivity

Bankovní společnosti jsou velmi citlivé na ekonomické výkyvy. Mezi hlavní faktory, ovlivňující banky jsou úrokové sazby, které se sice v České republice od konce roku 2023 snižují, ale Evropská Centrální Banka zatím žádné snížení nečinila a sazby se stále drží na rekordních hodnotách. Případné snížení úrokových sazeb má potenciál zvýšit úvěrovou aktivitu, která může mít pozitivní dopad na hospodaření bank.

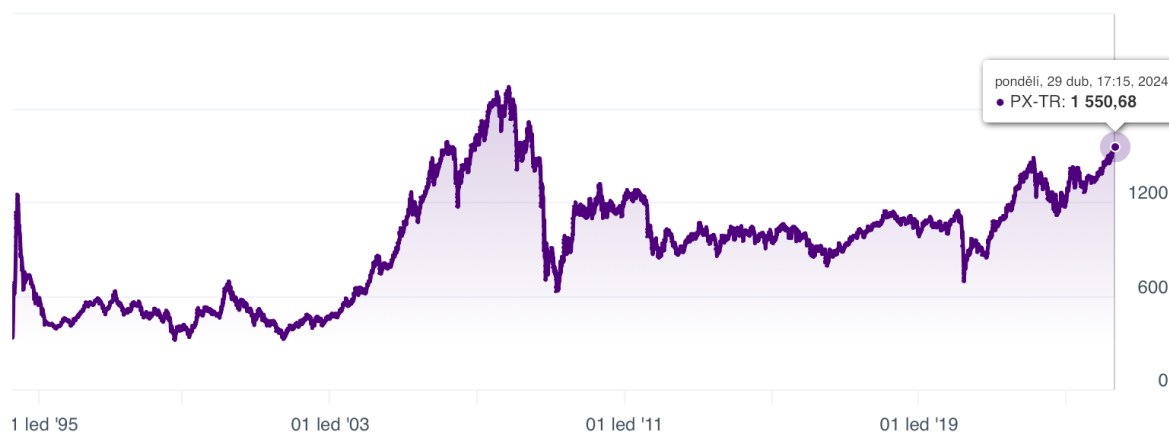
Samotné Erste Bank Group očekává snížení provozního zisku, a naopak zvýšení poměru provozních nákladů k provozním výnosům, obě tyto hodnoty dosáhly roku 2023 historicky nejlepších hodnot. Samotné Erste očekává navýšení úvěrové aktivity o 5 %.

Vedení společnosti zároveň věří, že udrží vysoké hodnoty kapitálové přiměřenosti a chystá se odkoupit emitované akcie v hodnotě 500 milionu eur.

Na základě veškerých výsledků CAMELS modelu lze hodnotit Erste Group Bank kladně, společnost plní požadavky kapitálové přiměřenosti a vysoko je převyšuje, kvalita aktiv je na vysoké úrovni i přesto, že KBC Group dosáhla lepších výsledků. Lze říct, že je společnost vedena kvalitním managementem na základě dlouhé historie a velkého portfolia klientů, které se každým rokem zvětšuje, zároveň se vedení daří snižovat poměr provozních nákladů vůči výnosům. Kladně lze také hodnotit ziskovost, kde ve zkoumaných ukazatelích dopadla ze všech tří společností nejlépe. Společnost má také dobrý poměr úvěrů vůči vkladům.

## 10 VYHODNOCENÍ JEDNOTLIVÝCH AKCIÍ

Výpočet vnitřní hodnoty obou společností naznačil, že jsou momentálně obě analyzované akcie výrazně nadhodnocené. Analyzované společnosti však nejsou jediné, které se momentálně zdají nadhodnocené. Index PX, což je oficiální cenový index Burzy cenných papírů Praha vykazuje nejvyšších hodnot od července roku 2007 – vývoj indexu znázorňuje níže uvedený graf.



Obrázek 15 Vývoj indexu PX, zdroj: *Burza cenných papírů Praha*

Zároveň určitou míru nadhodnocenosti na základě dividendové diskontního modelu evidují i ostatní akcie Prime marketu burzy cenných papírů Praha, jak ilustruje níže uvedená tabulka.

Tabulka 12 Porovnání cen na burze s vnitřní hodnotou podle dividendové diskontního modelu zdroj: *Burza cenných papírů Praha*

Společnost	Cena na burze	Hodnota dle DDM	% rozdíl
<b>Kofola ČeskoSlovensko</b>	<b>271 Kč</b>	<b>127,06 Kč</b>	<b>113 %</b>
<b>Erste Group Bank</b>	<b>1080 Kč</b>	<b>447,5 Kč</b>	<b>142 %</b>
ČEZ	864,5 Kč	489,4 Kč	77 %
COLTCZ	640 Kč	282,4 Kč	127 %
MONETA MONEY BANK	97,4 Kč	84,7 Kč	15 %

Na základě výše uvedené tabulky lze pozorovat trend jasné nadhodnocenosti jednotlivých akcií českého trhu. Stále však věřím, že analyzované společnosti jsou kvalitní, a i přes vysokou nadhodnocenost dle výsledků dividendového diskontního modelu by se měla investice do nich zvážít. Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. má vysoký potenciál zvýšit svůj zisk, díky novým akvizicím. Zároveň pomocí akvizic pivovarů posilují své již tak velmi

silné postavení na trhu. Erste Group bank má za sebou několik velmi dobrých let v rámci kterých výrazně navýšila své čisté zisky, ty sice negarantují pozitivní budoucí vývoj, je však velice pravděpodobné, že by pozitivní vývoj mohl nastat díky předpokládanému snižování úrokových sazeb, které s vysokou pravděpodobností zvýší úvěrovou aktivitu klientů.

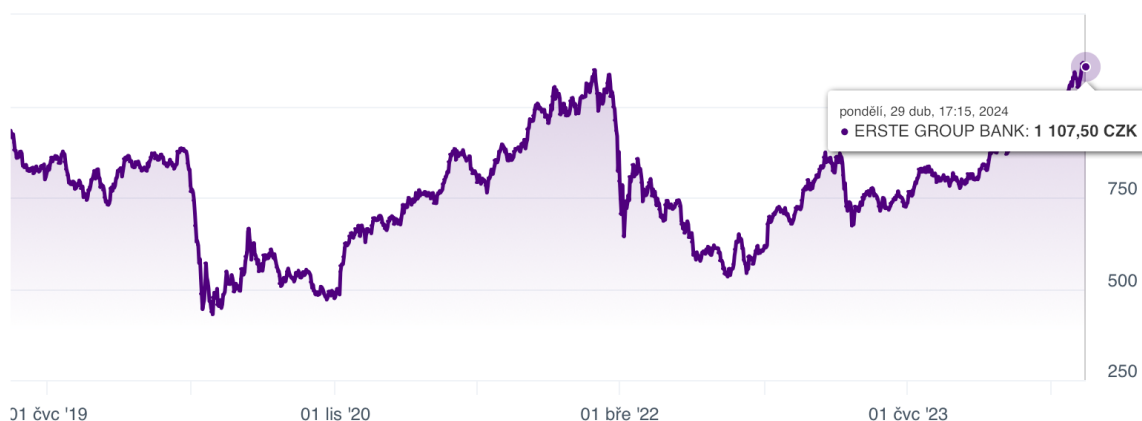
Níže uvedený graf znázorňuje pěti letý vývoj akcií společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.



Obrázek 16 Vývoj akcií Kofola ČeskoSlovensko a.s., zdroj: *Burza cenných papírů Praha*  
Cena akcii se za posledních pět let se snížila o 10 %, i přesto, že vnitřní hodnota akcie na základě diskontovaného dividendového modelu určila hodnotu 127,06 Kč cena akcie se této hodnotě nikdy nepřiblížila (nejnižší hodnota akcie byla v březnu roku 2020 na hodnotě 199 Kč za akcii).

Provedené akvizice ke konci roku 2023 a začátku roku 2024 mají vysoký potenciál navýšit celkové zisky společnosti, což by mohlo zapříčinit také růst ceny akcií.

Níže uvedený graf znázorňuje vývoj akcií Erste Group Bank za posledních pět let.



Obrázek 17 Vývoj akcií Erste Group Bank, zdroj: *Burza cenných papírů Praha*

Vnitřní hodnotě se cena akcie Erste Group Bank za sledované období nejvíce přiblížili v dubnu 2020. Teoreticky by se dal na základě technické analýzy sledovat určitý trend, to však není předmětem této práce.

Je skutečně velmi složité určit, zdali je vhodné momentálně zainvestovat za výše uvedený kurz. Analytik Riccardo Rovere zastupující společnost Mediobanca však tvrdí, že kurz Erste Group Bank půjde nahoru a věří, že cílová cena akcie bude cca 1318 Kč. Podobně vidí situaci Christopher Hallam z Goldman Sachs, který věří, že cílová cena vystoupá až na 1244 Kč. Zároveň se za první kvartál roku 2024 očekávají silné výsledky společnosti, které by měly pomoci ceně akcie. (fio.cz, 2024)

Erste Group Bank je silná firma s dlouholetou historií a myslím si, že společnost má z hlediska budoucích let potenciál vysoko přerůst momentální kurz, ne nadarmo se říká „*Time in the market, beats timing the market*“.

## ZÁVĚR

Bakalářská práce se zabývala analýzou českého akciové trhu s cílem najít vhodnou investiční příležitost. Teoretická část práce si kladla za cíl objasnit problematiku investování do akcií skrze kritickou literární rešerši.

Předmětem praktické části bylo implementování poznatků z části teoretické, byla tedy analyzována makroekonomická situace České republiky, jejíž prognóza do následujících let vypadá slibně, což by zároveň mohlo kladně ovlivnit akciové trhy. Důležité je však poznamenat, že se skutečně jedná o prognózu, tudíž nelze s jistotou říct, že vývoj bude takový, jaký lze z analýzy této práce očekávat.

V rámci praktické části byly analyzovány dvě společnosti – Kofola ČeskoSlovensko a.s. a Erste Group Bank, obě společnosti byly analyzovány (z části) odlišně z důvodu velice rozdílných segmentů ve kterých vybrané firmy působí. Výsledkem bylo zjištění, že nejen analyzované společnosti, ale více méně celý český akciový trh je momentálně značně nadhodnocený, zároveň se PX index pohybuje na vůbec nejvyšších hodnotách od roku 2007.

I přes tuto skutečnost by námi sledovaný investor (popsaný v kapitole 7, který zároveň odráží pohled autora práce) do obou analyzovaných společností zainvestoval. Z hlediska hodnotového investování by se toto rozhodnutí mohlo zdát jako nedomyšlené, obě sledované společnosti se zdají být nadhodnocené (dle dividendového diskontního modelu) a zarytý hodnotový investor by mohl spíše doporučit vyčkávat na propad trhu.

Investování je však velice individuální a není pro něj jednotný návod. Společnost, která pro jednoho investora představuje dobrou investici, může pro jiného investora představovat investici příliš riskantní nebo přímo špatnou, pravdou však je, že nikdo neví, jak se ceny na trhu budou vyvíjet.

Cílem této práce nebylo představit magickou investici, která investorům bude přinášet desetinásobné zhodnocení ročně (ne-li měsíčně či denně), ale vysvětlit proč je důležité se finančně vzdělávat a případně také angažovat do historicky nejrentabilnějšího aktiva – do akcií.

Velice děkuji všem čtenářům, kteří se rozhodli investovat svůj drahocenný čas do čtení těchto řádků, věřím, že na závěr této práce je vhodné uvést revoluční citát nejspíše nejznámějšího a nejúspěšnějšího investora do akcií.

*„The most important investment you can make is in yourself“.* – Warren Buffet

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

BELÁS, Jaroslav. *Finanční trhy, bankovníctví, pojišťovnictví*. Žilina: Georg, 2013. ISBN 9788081540240.

CHOVANCOVÁ, Božena; ÁRENDÁŠ, Peter; KOTLEBOVÁ, Jana a PILCH, Ctibor. *Analýzy na akciových trhoch*. Praha: Wolters Kluwer, 2017. ISBN 9788075527967.

ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*. Praha: Brána, 2018. ISBN 9788075840684.

DAMODARAN, Aswath. *Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work. Second edition*. Wiley finance. Hoboken: John Wiley & Son, [2012]. ISBN 9781118011515.

DRAŠNAR, Jiří. *Hazardní hry: úvod do spekulace s cennými papíry*. Praha: Academia, 1995. ISBN 8020005102.

GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice. 2., rozšířené vydání*. Investice. Praha: Grada Publishing, 2021. ISBN 978-80-271-3122-8.

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat. 2., rozš. vyd.* Finanční trhy a instituce. Praha: Grada, 2005. ISBN 8024712059.

GRAHAM, Benjamin a ZWEIG, Jason. *Intelligentní investor*. Investice. Praha: Grada, 2007. ISBN 9788024717920.

GREENWALD, Bruce C.; KAHN, Judd; BELLISSIMO, Erin; COOPER, Mark a SANTOS, Tano. *Hodnotové investování: od Grahama po Buffetta a ještě dál*. Tetčice: Impossible, 2022. ISBN 978-80-87673-36-2.

HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích : akcie, komodity, forex, kryptoměny, akciové indexy a ETF*. Přepřacované a rozšířené vydání. V Brně: BizBooks, 2023. ISBN 978-80-265-1135-9.

HOUSEL, Morgan. *The psychology of money: timeless lessons on wealth, greed, and happiness*. Petersfield, Hampshire, Great Britain: Harriman House, [2020]. ISBN 9780857197696.

JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. Finanční trhy a instituce. Praha: Grada, 2009. ISBN 9788024729633.

KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ, Drahomíra; REMEŠ, Daniel a ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání.* Prosperita firmy. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 9788027105632.

KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 7., aktualiz. a přeprac. vyd.* Finance. Praha: Grada, 2013. ISBN 9788024750644.

KRÁL, Miloš. *Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium. 1. díl.* Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. ISBN 9788073187651.

LE BON, Gustave. *Psychologie davu. Vydání čtvrté, v Portále první, revidované.* Praha: Portál, 2016. ISBN 9788026210283.

MADURA, Jeff. *Financial markets and institutions.* 13th edition. Australia: Cengage, [2021]. ISBN 978-0-357-13079-7.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů. 2., aktualiz. a rozš. vyd.* Praha: Ekopress, 2011. ISBN 9788086929705.

PETERS, Josh. *The ultimate dividend playbook: income, insight, and independence for today's investor.* Hoboken, N.J.: Wiley, c2008. ISBN 9780470125120.

PETERS, Edgar E., c1994. *Fractal market analysis: applying chaos theory to investment and economics.* New York: John Wiley. ISBN 04-715-8524-6.

PLUMMER, Tony. *Prognóza finančních trhů: psychologie úspěšného investování.* Brno: Computer Press, 2008. ISBN 9788025115923.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd.* Partners. Praha: Grada, 2014. ISBN 9788024736716.

SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať.* Finance. Praha: Grada, 2011. ISBN 9788024738604.

STROUKAL, Dominik a BERKA, Jan. *Trhy.* Praha: Grada, 2024. ISBN 978-80-271-3623-0.

SWEDROE, Larry E. a BALABAN, RC. *Úspěšný investor: odhalte 77 investičních omylů.* Brno: BizBooks, 2012. ISBN 9788026500520.

TUREK, Ludvík. *Technická analýza.* Praha: Czechwealth, spol., [2011]. ISBN 9788026093862.



VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2019. ISBN 9788075982124.

VESELÁ, Jitka a OLIVA, Martin. *Technická analýza na akciových, měnových a komoditních trzích*. Praha: Ekopress, 2015. ISBN 9788087865224.

### **Seznam použitých internetových článků a internetových zdrojů**

BARBER, Dean M. a Terrance ODEAN. *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*. The Journal of Finance. 2008, 34. Overconfidence and trading volume, 2007. The Geneva Risk and Insurance Review [online]. 32(1), 1-36. ISSN 1554-964X. Dostupné z: doi:10.1007/s10713-007-0003-3

FAIRCHILD, Travis, 2018. *Negative Equity, Veiled Value, and the Erosion of Price-to-Book*. O'Shaughnessy Asset Management[online]. 12. Dostupné z: [https://www.osam.com/pdfs/research/44\\_Negative\\_Equity\\_Veiled\\_Value\\_and\\_the\\_Erosion\\_of\\_Price-to-Book-April-30-2018.pdf](https://www.osam.com/pdfs/research/44_Negative_Equity_Veiled_Value_and_the_Erosion_of_Price-to-Book-April-30-2018.pdf)

KAGAN, Julia, 2023. *CAMELS Rating System: What It Is, How It Is Calculated*. Investopedia [online]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/c/camelrating.asp>

PATRIA FINANCE, 2024. *Proč se vyšší nezaměstnanost pojí s vyšší návratností akcií?* Kurzy.cz [online]. Dostupné z: <https://zpravy.kurzy.cz/754744-proc-se-vyssi-nezamestnanost-poji-s-vyssi-navratnosti-akcii/>

Výroční, pololetní a čtvrtletní zprávy společnosti ERSTE GROUP BANK z let 2020, 2021, 2022,2023 [online]. Dostupné z: <https://www.erstegroup.com/en/investors/reports/financial-reports>

Výroční, pololetní a čtvrtletní zprávy společnosti ABN AMRO z let 2020, 2021, 2022, 2023 [online]. Dostupné z: <https://www.abnamro.com/en/investor-relations/information/all-financial-reports?selectedTabs=2023>

Výroční, pololetní a čtvrtletní zprávy společnosti KBC Group z let 2020, 2021, 2022, 2023 [online]. Dostupné z: <https://www.kbc.com/en/investor-relations/reports/annual-reports.html>

Czech Republic 10-Year Bond Yield, 2024. Investing.com [online]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/czech-republic-10-year-bond-yield>

Average market risk premium (MRP) in Czechia from 2011 to 2023, 2023. STATISTA RESEARCH DEPARTMENT Statista [online]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/664876/average-market-risk-premium-czech-republic-europe/>

Return on equity (ROE) of EU banking industry from 2007 to 2022, 2023. STATISTA RESEARCH DEPARTMENT. Statista[online]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/1259170/roe-eu-banking-industry/>

CUMBRERA, Fernando de Querol, 2023. Non-performing loans and advances (NPL) as a share of gross loans in the euro area from 2nd quarter 2015 to 2nd quarter 2023. Statista [online]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/1122984/non-performing-bank-loans-in-europe/>

ODDĚLENÍ MAKROEKONOMICKÉ PREDIKCE A STRUKTURÁLNÍ POLITIKY, 2024. Makroekonomická predikce - leden 2024. Ministerstvo financí České republiky [online]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-leden-2024-54583>

Prognóza ČNB – jaro 2024, 2024. Česká národní banka [online]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>

Erste: Mediobanca zvyšuje cílovou cenu akcií z 47 EUR na 52 EUR při stálém doporučení "outperform", 2024. Fio Banka[online]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/294912-erste-mediobanca-zvysuje-cilovou-cenu-akcii-z-47-eur-na-52-eur-pri-stalem-doporuceni-outperform>

Erste: Goldman Sachs přistoupily k mírnému zvýšení cílové ceny na 49,3 EUR z původních 49,2 EUR, 2024. Fio Banka [online]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/294984-erste-goldman-sachs-pristoupily-k-mirnemu-zvyseni-cilove-ceny-na-49-3-eur-z-puvodnich-49-2-eur>

World Economic Outlook Database, 2024. International Monetary Fund [online]. Dostupné z: [https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October/select-subjects?c=935,](https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October/select-subjects?c=935)

Statistiky Burzy cenných papírů Praha za měsíc duben 2024, 2024. Burza cených papírů Praha [online]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/statisticke-soubory>

Kofola dokončila nákup většinového podílu v pivovarech Zubr, Holba a Litovel, 2024. Kofola Československo [online]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/aktuality/kofola-dokoncila-nakup-vetsinoveho-podilu-v-pivovarech-zubr-holba-a-litovel>

MAREK, David, Václav FRANČE a Filip PASTUCHA, 2024. Výhled české ekonomiky na rok 2024 Zotavení z vysoké inflace. Deloitte [online]. 24. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/about-deloitte/articles/vyhledy-ceske-ekonomiky.html>

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

M1	Úzký peněžní agregát
M2	Střední peněžní agregát
M3	Široký peněžní agregát
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EPS	Earnings Per Share
EUR	Euro
EV	Enterprise value
FOREX	Foreign exchange
HDP	Hrubý domácí produkt
IPO	Initial Public Offering
P/E	Price to Earnings
P/BV	Price to Book value
P/TBV	Price to Tangible Book value
ROA	Return On Assets
ROE	Return on Equity

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obrázek 1 Reálné výnosy jednotlivých druhů aktiv, zdroj: <i>Jeremy J. Siegel: Stocks for the Long Run, McGraw - Hill 2014</i> .....	23
Obrázek 2 Meziroční procentuální vývoj HDP v České republice, zdroj: <i>Mezinárodní měnový fond, vlastní zpracování</i> .....	48
Obrázek 3 Meziroční procentuální vývoj průměrné inflace ve spotřebitelských cenách v České republice, zdroj: <i>Mezinárodní měnový fond, vlastní zpracování</i> .....	50
Obrázek 4 Procentuální vývoj úrokových sazeb na území České republiky, zdroj: <i>Česká národní banka, vlastní zpracování</i> .....	51
Obrázek 5 Hodnoty nezaměstnanosti v jednotlivých letech v České republice zdroj: <i>Mezinárodní měnový fond, vlastní zpracování</i> .....	53
Obrázek 6 Vývoj peněžní nabídky M3, zdroj: <i>Česká národní banka, vlastní zpracování</i> ..	54
Obrázek 7 Poměření hodnot kapitálové přiměřenost Erste Group Bank a minimálních požadavků Basel III za rok 2023, zdroj: <i>Výroční zpráva společnosti, vlastní zpracování</i> ..	67
Obrázek 8 Poměr úvěrů a pohledávek k celkovým aktivům analyzovaných společností, zdroj: <i>Výroční zprávy společností, vlastní zpracování</i> .....	68
Obrázek 9 Poměr rizikově vážených aktiv k celkovým aktivům analyzovaných společností, zdroj: <i>Výroční zprávy, vlastní zpracování</i> .....	69
Obrázek 10 Kvartální změny v znehodnocených úvěrech Erste Group Bank v porovnání s průměrem eurozóny. zdroj: <i>Výroční zprávy společnosti a statistika.com, vlastní zpracování</i> .....	70
Obrázek 11 Poměr provozních nákladů k provozním výnosům analyzovaných společností zdroj: <i>Výroční zprávy společností, vlastní zpracování</i> .....	71
Obrázek 12 Zisk po zdanění analyzovaných společností, zdroj: <i>Výroční zprávy, vlastní zpracování</i> .....	72
Obrázek 13 Čistá úroková marže analyzovaných společností, zdroj: <i>Výroční zprávy společností, vlastní zpracování</i> .....	72
Obrázek 14 Poměr úvěrů ke vkladům analyzovaných společností, zdroj: <i>Výroční zprávy společností, vlastní zpracování</i> .....	73
Obrázek 15 Vývoj indexu PX, zdroj: <i>Burza cenných papírů Praha</i> .....	75
Obrázek 16 Vývoj akcií Kofola ČeskoSlovensko a.s., zdroj: <i>Burza cenných papírů Praha</i> .....	76
Obrázek 17 Vývoj akcií Erste Group Bank, zdroj: <i>Burza cenných papírů Praha</i> .....	76

**SEZNAM TABULEK**

Tabulka 1 Významné investiční chyby, zdroj: <i>Gladiš 2021, vlastní zpracování</i> .....	39
Tabulka 2 Finální screening, zdroj: <i>vlastní zpracování</i> .....	46
Tabulka 3 Momentální sazby České národní banky, zdroj: <i>Česká národní banka</i> .....	51
Tabulka 4 Data sloužící k výpočtu zisku na akcii od roku 2020 do roku 2023, zdroj: <i>Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování</i> .....	56
Tabulka 5 Data sloužící k výpočtu očištěného zisku na akcii od roku 2020 do roku 2023, zdroj: <i>Výroční zprávy společnosti 2020-2023, vlastní zpracování</i> .....	56
Tabulka 6 Vývoj ukazatele Debt To Equity a Net Debt to EBITDA zdroj: <i>Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování</i> .....	60
Tabulka 7 Data sloužící k výpočtu zisku na akcii od roku 2020 do roku 2023, zdroj: <i>Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování</i> .....	62
Tabulka 8 Vývoj kurzu České koruny od 1.5.2022, zdroj: <i>kurzy.cz</i> .....	63
Tabulka 9 Data sloužící k výpočtu rentability vlastního kapitálu, zdroj: <i>Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování</i> .....	65
Tabulka 10 Porovnání společností na základě celkových aktiv zdroj: <i>Výroční zprávy společností za rok 2023, vlastní zpracování</i> .....	67
Tabulka 11 Celkový počet klientů analyzovaných společností, zdroj: <i>Výroční zprávy společností, vlastní zpracování</i> .....	70
Tabulka 12 Porovnání cen na burze s vnitřní hodnotou podle dividendové diskontního modelu zdroj: <i>Burza cenných papírů Praha</i> .....	75