

Akcie jako investice

(analýza ekonomických a psychologických aspektů chování individuálního investora)

Jiří Zvěřina

Bakalářská práce
2009



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta technologická

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta technologická
Institut bezpečnostních technologií
akademický rok: 2008/2009

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jiří ZVĚŘINA**
Studijní program: **B 6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Logistika a management**

Téma práce: **Akcie jako investice: analýza ekonomických
a psychologických aspektů chování individuálního
investora**

Zásady pro vypracování:

- 1. Nastudujte teoretická východiska pro vypracování zadaného tématu s využitím aktuálních literárních a jiných informačních zdrojů.**
- 2. Provedte analýzu chování individuálního investora na akciovém trhu z hlediska ekonomického a psychologického a na základě rozboru fundamentálních zpráv navrhnete investiční strategii.**

Rozsah práce:

Rozsah příloh:

Forma zpracování bakalářské práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

Dle doporučení vedoucího bakalářské práce.

Vedoucí bakalářské práce:

Ing. et Ing. Jiří Konečný, Ph.D.

Institut bezpečnostních technologií

Datum zadání bakalářské práce:

20. února 2009

Termín odevzdání bakalářské práce:

3. června 2009

Ve Zlíně dne 9. března 2009



doc. Ing. Petr Hlaváček, CSc.
děkan



prof. PhDr. Vladimír Šefčík, CSc.
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Cílem této bakalářské práce je obeznámení s prostředím akciových trhů. Tato problematika je rozvinuta v teoretické části do několika kapitol. Stěžejní kapitoly pojednávají o rizikových faktorech, které mohou ovlivnit cenu akcií. V neposlední řadě také o přístupu k fundamentální analýze a způsobech, jak přistupovat k vyhodnocení fundamentálních zpráv. Náplní praktické části je analýza pěti náhodných akciových titulů, doplněné o investiční doporučení. Veškeré poznatky z fundamentální analýzy a z analýzy jednotlivých akciových titulů jsou shrnuty v závěru.

Klíčová slova:

Kapitálový trh, fundamentální analýza, akcie, vnitřní hodnota, riziko, tržby, náklady, zisk, HDP, úrokové míry, inflace.

ABSTRACT

The aim of the Bachelor theses is to become familiar with background of stock market. This issue is expanded in theoretical part into several sections. The fundamental capitols deal with risk factors which can influence the prize of stocks. Last but not least deal with access to fundamental analysis and manners how to approach to evaluation of fundamental statements. The analysis of five random stock titles is the scope of practical part. It includes capital investments recommendation. All of these facts from fundamental analysis and from analysis of individual stock titles are summarized in the conclusion.

Keywords:

Stock market, fundamental analysis, stocks, intrinsic value, risk, revenue, cost, profit, GDP, interest rates, inflation.

Poděkování

Na úvod bych rád poděkoval panu Ing. Jiřímu Konečnému za pomoc a cenné rady, které mi v průběhu tohoto roku poskytl. A umožnil mi tak, vypracovat tuto bakalářskou práci.

Motto

„Who dares wins.“

heslo armádních jednotek SAS

Prohlašuji, že jsem tuto bakalářskou práci vypracoval samostatně a veškeré použité zdroje jsem řádně citoval.

V Jeseníku 20. května 2009

.....

podpis

OBSAH

ÚVOD.....	9
I TEORETICKÁ ČÁST	11
1 PODSTATA TRHU CENNÝCH PAPÍRŮ	12
1.1 STRUKTURA TRHU CENNÝCH PAPÍRŮ	12
2 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ CENU AKCIÍ.....	14
2.1 RŮST	14
2.2 RIZIKO.....	14
2.2.1 Riziko volatility.....	15
2.2.2 Riziko likvidity.....	15
2.2.3 Systémové riziko	16
2.2.4 Riziko lidského faktoru	16
2.2.5 Riziko inflace	16
2.3 ÚROKOVÉ MÍRY	17
2.4 ČAS	17
3 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	18
3.1 PODSTATA FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY	18
3.2 VNITŘNÍ HODNOTA	19
3.3 DIVIDENDOVÉ DISKONTNÍ MODEL Y	20
3.3.1 Jiné metody výpočtu velikosti vnitřní hodnoty	21
3.3.2 Potíže s vnitřní hodnotou	22
3.4 FUNDAMENTÁLNÍ HODNOCENÍ AKCIÍ	23
3.5 P/E RATIO.....	24
3.6 ANALÝZA ZALOŽENÁ NA TEORII FIRMY	25
4 MAKROEKONOMICKÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA.....	27
4.1 ÚROKOVÉ MÍRY	27
4.2 INFLACE	27
4.3 HDP	29
5 PSYCHOLOGICKÉ ASPEKTY INVESTOVÁNÍ	30
5.1 JASNÉ MYŠLENKY ZÁKLAD VEŠKERÉHO ÚSPĚCHU	30
5.2 DVA DRUHY INVESTORŮ	31
5.3 PSYCHOLOGIE VS. KAPITÁL.....	32
5.4 PSYCHOLOGIE DAVU.....	33
II PRAKTICKÁ ČÁST	35
6 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ REPUBLIKY	36

6.1	HDP (HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT)	36
6.2	ÚROKOVÉ MÍRY	37
6.3	INFLACE	39
7	ANALÝZA SKUPINY ČEZ	41
7.1	OBECNÉ INFORMACE O SKUPINĚ ČEZ	41
7.2	ČEZ V ROCE 2008	41
7.3	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ SKUPINY ČEZ	42
7.4	EKONOMICKÉ UKAZATELE SKUPINY ČEZ	42
7.5	ANALÝZA SKUPINY ČEZ	43
8	ANALÝZA SPOLEČNOSTI UNIPETROL	45
8.1	OBECNÉ INFORMACE O SPOLEČNOSTI UNIPETROL	45
8.2	UNIPETROL V ROCE 2008	46
8.3	EKONOMICKÉ UKAZATELE SPOLEČNOSTI UNIPETROL	47
8.4	ANALÝZA SPOLEČNOSTI UNIPETROL	47
9	ANALÝZA SPOLEČNOSTI TELEFÓNICA O2	49
9.1	OBECNÉ INFORMACE O SPOLEČNOSTI TELEFÓNICA O2	49
9.2	TELEFÓNICA O2 V ROCE 2008	49
9.3	EKONOMICKÉ UKAZATELE SPOLEČNOSTI TELEFÓNICA O2	50
9.4	ANALÝZA SPOLEČNOSTI TELEFÓNICA O2	50
10	ANALÝZA SPOLEČNOSTI AAA AUTO	52
10.1	OBECNÉ INFORMACE O SPOLEČNOSTI AAA AUTO	52
10.2	AAA AUTO V ROCE 2008	52
10.3	VÝHLÍDKY NA ROK 2009	53
10.4	EKONOMICKÉ UKAZATELE SPOLEČNOSTI AAA AUTO	54
10.5	ANALÝZA SPOLEČNOSTI AAA AUTO	54
11	ANALÝZA SPOLEČNOSTI ERSTE BANK	56
11.1	OBECNÉ INFORMACE O SPOLEČNOSTI ERSTE BANK	56
11.2	ERSTE GROUP V ROCE 2008	56
11.3	EKONOMICKÉ UKAZATELE SPOLEČNOSTI ERSTE BANK	57
11.4	ANALÝZA SPOLEČNOSTI ERSTE BANK	57
	ZÁVĚR	59
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	61
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	64
	SEZNAM OBRÁZKŮ	65
	SEZNAM TABULEK	66

SEZNAM PŘÍLOH.....	67
---------------------------	-----------

ÚVOD

Mnozí lidé z našeho okolí často spekulují nad problémem, jak vynaložit se svými volnými finančními prostředky. Většina z nás se pak přiklání k tradičním způsobům zhodnocování finančních prostředků pomocí nejrůznějších bankovních nebo termínovaných vkladů popřípadě ukládáním financí na vkladní knížku. Pokud se ale tímto problémem začneme zabývat podrobněji, zjistíme, že naše finanční prostředky nebudou zhodnoceny tak výnosně, jak bychom si přáli. Hlavní vinu na tomto faktu nesou malé úrokové sazby, ze kterých komerční banky vychází. S postupujícím časem od vzniku samostatné České republiky se nám možnosti zúročení kapitálu rozšířili na mnoho dalších alternativ. Jednou z nich jsou i kapitálové trhy. Na těchto trzích se pohybuje mnoho subjektů. Mezi nimi dokonce i drobní investoři, kteří se zde snaží o výhodnější zhodnocení svých volných finančních prostředků, které zpravidla získali tvrdou prací. Tyto subjekty spojuje jediná věc, a to obchodování s akciemi. Bohužel kapitálové trhy v České republice nejsou příliš vyvinuté. Jinými slovy náš kapitálový trh je poměrně neefektivní. Z tohoto problému vyplývá fakt, že mnoho lidí není dokonale informováno o možnostech, které nám kapitálové trhy nabízí. Navíc s předchozími zkušenostmi s kuponovou privatizací, či s problémy na burzách v období let 2003 až 2004 převládá nad lidmi z investování spíše strach. Je tedy jisté, že bude ještě dlouho trvat, než se dostane investování na akciovém trhu do podvědomí nejširší veřejnosti.

Osobně jsem se k tomuto problému dostal čirou náhodou. Setkal jsem se s člověkem, který dlouhou dobu působil jako broker u společnosti, která má za úkol zprostředkování obchodu s akciemi. Po tomto setkání jsem si začal obstarávat knihy týkající se problematiky kapitálových trhů. S postupujícím zájmem jsem si založil výukový účet, na kterém jsem se pokoušel zúročit fiktivní finanční prostředky. Můj zájem o tuto problematiku trvá i nadále. Tudíž jsem si vybral toto téma jako zadání bakalářské práce, abych se mohl v rámci studií přiučit ještě něčemu novému.

Obsahem této práce je přiblížení problematiky týkající se fungování a všeobecných principů obchodování na kapitálových (akciových) trzích. V první kapitole teoretické části jsem se zaměřil na podstatu a strukturu trhu cenných papírů. Dále pak jsem se pokusil popsat faktory, které významným vlivem ovlivňují kurz akcií. Jak jistě tušíte, nedílnou součástí investorova života je i způsob přístupu k vyhodnocení zpráv, které by mohli mít zásadní

význam pro budoucí vývoj kurzu akcií. Souhrn těchto poznatků jsem se pokusil popsat v kapitole fundamentální analýza. Nakonec teoretické části jsem věnoval ještě několik kapitol psychologickým aspektům investování. Cílem celé praktické části byla makroekonomická analýza České republiky a analýza pěti akciových titulů, ke kterým jsem se ještě pokusil přiřadit vlastní investiční doporučení.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 PODSTATA TRHU CENNÝCH PAPÍRŮ

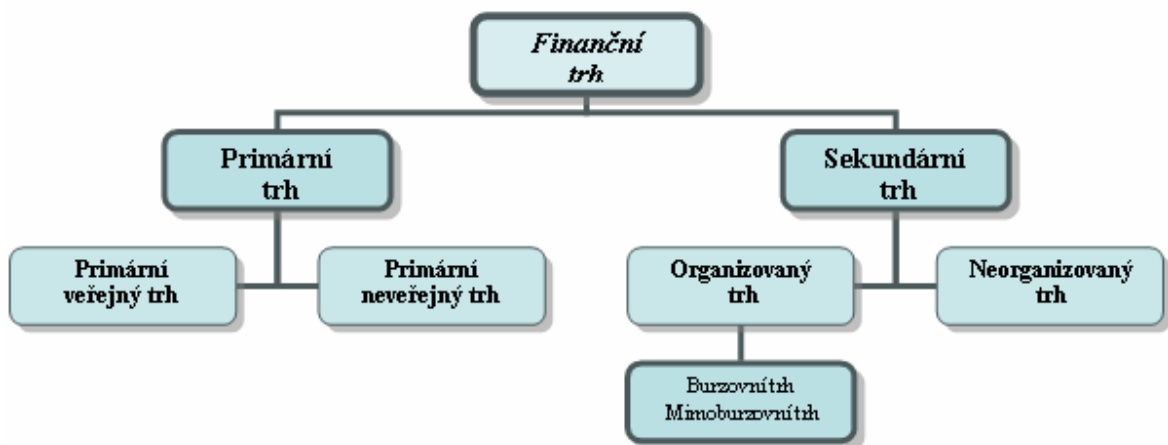
Finanční trh je pouze jeden ze segmentů, ze kterých se skládá tržní ekonomika. V tržní ekonomice je zahrnuto více takovýchto segmentů a to například trh práce, trh služeb a výrobků, trh půdy až po trh kapitálu. Můžeme tedy vyslovit předpoklad, že tyto trhy spolu fungují a navzájem se ovlivňují v rámci tržní ekonomiky. Na finančních trzích jsem schopni rozeznat několik subjektů, které zde působí. První velkou skupinou budou přebytkové jednotky. Jedná se zpravidla o subjekty, které disponují volným kapitálem a jsou ochotni ho dále investovat za účelem zhodnocení. Mezi tyto subjekty budou patřit banky, investoři, obchodníci s cennými papíry apod. Druhou velkou skupinu budou tvořit deficitní jednotky. Tyto subjekty v daném čase naopak pociťují nedostatek volného kapitálu. Snaží se tedy pomocí emisí cenných papírů tento kapitál získat s ohledem na náklady spojené se získáním těchto prostředků. Můžeme zde zahrnout mnoho subjektů od státu, územních samosprávních celků, podniků až třeba po banky. Poslední skupinou, která je zde zahrnuta, budou zprostředkovatelé. To jsou subjekty, které budou napomáhat k přesunu kapitálu od přebytkových jednotek k deficitním. Tyto subjekty ještě můžeme dále rozdělit na bankovní (banky, spořitelny, záložny atd.) a nebankovní zprostředkovatele (investiční společnosti, investiční fondy, podílové fondy atd.). Z této skutečnosti vyplývá fakt, že finanční trhy usilují o dosažení efektivního využití všech volných finančních prostředků. A přemísťuje volné finanční prostředky od investorů k deficitním jednotkám, tak aby byl zajištěn hladký chod tržní ekonomiky. Tento princip je podmíněn alokační, operativní a informační efektivností. [6]

1.1 Struktura trhu cenných papírů

Trh cenných papírů lze rozdělit do dvou základních skupin, a to podle toho jak lze obchodovat s cennými papíry. A to na primární trh, jehož základní funkcí je emise nových cenných papírů. Jinými slovy se jedná o získání volných finančních prostředků pro deficitní jednotky. S tímto aktem jsou spojené jisté náležitosti a to zejména příprava emisního obchodu, jeho zajištění a podpora. Emitent si může tyto náležitosti zajistit sám, pak se zde jedná o vlastní emisi. Nebo využije jiných služeb například těch, co nabízí investiční banka, v tomto případě pak mluvíme o cizí emisi. Dále pak jsme schopni rozdělit primární trh na další dvě podskupiny a to primární veřejný trh,

kde je emise nabízena nejširšímu spektru investorů. Pro tento akt vzniká potřeba vydání prospektu cenného papíru. A emise musí být schválena regulatorním orgánem. Druhou podskupinou je primární neveřejný trh, kde jsou akcie nabízeny jen určité skupině investorů. Vzhledem k tomuto faktu, nemusí být zajištěn prospekt cenného papíru. Tato skupina investorů drží cenný papír po celou dobu jeho životnosti, proto prospekt nevyžadují. Předpokládají tedy, že nebudou s tímto cenným papírem dále obchodovat na veřejných trzích. Druhou základní skupinou je sekundární trh, na tomto trhu jsou staré emise cenných papírů opětovně obchodovány znovu a znovu. Přecházejí z vlastnictví jednoho investora k druhému. Emitent cenných papírů z tohoto obchodního vztahu už nenabývá dalších finančních prostředků. Tento trh jsme schopni ještě dále rozdělit na další dvě podskupiny. A to na organizovaný trh, který může fungovat jako burzovní trh, kde neomezený počet subjektů obchoduje s cennými papíry pomocí jistých pravidel a to buď elektronicky nebo osobně. Popřípadě mimoburzovní trh, který funguje pomocí licencovaného subjektu, který zprostředkuje nabídku a poptávku po daném instrumentu v normách, které stanovila burza. V našem případě drobného investora půjde o nejjednodušší přístup na kapitálové trhy. Zvolíme si tedy vlastního brokera, který bude našim zprostředkovatelem. A pomocí něj budeme schopni realizovat naše investiční záměry. Na závěr je to poslední podskupina a ta nese název neorganizované trhy. Na tyto trhy je neomezený přístup a prodej není ošetřen žádným subjektem. [6]

Obrázek 1-1. Struktura trhu cenných papírů



2 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ CENU AKCIÍ

V následujících řádcích se vám alespoň stručně pokusím nastínit, které faktory mají největší podíl na změně hodnoty akcie. V dalších kapitolách se k některým ještě vrátím a pokusím se je interpretovat ještě trochu podrobněji.

2.1 Růst

Jak jistě víme, odměnou za to, že jsme do akciové společnosti investovali naše peníze, budou nám každoročně vyplaceny dividendy. Ale i přes to, řeší spousta akciových společností jeden problém. Je lepší vyplatit investorům vyšší dividendy, nebo bude lepší ponechat si většinu financí z dividend a použít ji na reinvestice? Logicky bychom řekli, že dividendy jsou nutné. Kdyby nebylo dividend, akcie by postrádali svůj smysl. Podívejme se tedy nyní na problém z jiného pohledu. Pokud daný podnik přináší větší zisk, než kolik bychom dostali od banky v případě vkladu, potom má smysl letošní dividendy oželeť a počkat si na další rok, kdy budou dividendy výrazně vyšší. Nabízí se otázka co v případě, když je podnik neprosperující. V takovém případě může investor počkat do doby, než podnik překoná krizi a nebo navrhnout likvidaci. Toto je zpravidla důvod, proč jsou dividendy ve většině zemí tak nízké. Další faktor, který způsobuje to, že zisk z dividend je tak nízký, jsou daně. Ve většině evropských zemí jsou akcie zatíženy vysokými daněmi z příjmu, naproti tomu daně z kapitálových zisků bývají nižší nebo dokonce žádné. Proto nemá smysl je vyplácet. Vlády jednotlivých zemí se tak snaží omezit spotřebu a podpořit investice. V dnešní době je mnohem důležitější, aby daný podnik rostl na hodnotě, než aby vyplácel vyšší dividendy. Když se vrátíme zpět do minulosti, zjistíme, že většina investorů očekávala co největší příjem z dividend. To bylo dáno předpokladem, že dividendy jsou odměnou za vyšší riziko spojené s akciemi. Ovšem koncem 50. let 20. století se situace změnila. Význam dividend výrazně klesá a důraz je kladen na růst hodnoty podniku. [4]

2.2 Riziko

Riziko chápeme jako synonymum, které nás odkazuje na fakt, že se daná věc neobejde bez jisté dávky nebezpečí. Na kapitálových trzích rozlišujeme rozličné druhy

rizik. S touto věcí jsou spojeny i metody jak tyto rizika měřit a také eliminovat. Uvedme si některé, abychom mohli eliminovat jejich působení na naše investice

2.2.1 Riziko volatility

Na riziko spojené s obchodováním akcií se často vztahuje volatilita. Původ tohoto slova bychom našli v latině (volare), což znamená létat. Volatilita poukazuje na míru kolísavosti kurzů jednotlivých akciových titulů popřípadě komodit či obligací. Volatilitu jsme schopni odvodit z předchozích odchylek za určité období. Problém nastane tehdy, pokud z výsledku, který nám vyšel z předchozích měření, řekneme, že i s takovou mírou volatility můžeme počítat i do budoucna. Tento předpoklad je zcela mylný. Nemůžeme říci, že výpočet předešlých hodnot volatility se rovná riziku. Volatilita je pouze jen jeden z fragmentů, které utváří celek jako riziko spojené s investicí. Není nutné počítat volatilitu pravidelně, můžeme zde upřednostnit dlouhodobé statistiky. Ale pozor, tyto statistiky je potřeba brát s nadhledem. Faktor, který nejvíce ovlivňuje výši volatility je chování národních akciových indexů, naproti tomu vliv změny měnových kurzů je skoro zanedbatelný. [3]

2.2.2 Riziko likvidity

Riziko likvidity spočívá v jedné věci, málo likvidní investice může být po jistou dobu obtížně zpeněžitelná. Jinými slovy řečeno, jsme schopni realizovat námi vybranou investici. Ale pokud bude poptávka po akciích z naší investice malá, nebudeme schopni po určitý čas tento kontrakt zavřít. Tyto případy se nejčastěji vyskytují na tzv. úzkých trzích, kde nejsou dosaženy velké objemy obchodů. Mezi klasickou málo likvidní investicí můžeme pokládat nemovitost v málo atraktivní oblasti či různé sběratelské předměty. Ale i tak jsme na schopni na málo likvidních akciích vydělat slušné peníze. Stačí k tomu pouze malé navýšení poptávky, které vynesou cenu akcie velmi vysoko. Bohužel pokud použijeme analogii tohoto příkladu, zjistíme, že i malé navýšení nabídky dokáže pěkně srazit cenu akcií dolů. [4]

2.2.3 Systémové riziko

Název tohoto problému je odvozen od slova systém. Systém chápeme jako celek, který funguje podle určitých pravidel. Systémové riziko poukazuje na to, že z nějakých příčin, může dojít ke zhroucení nějakého celku. A je jedno jestli se jedná pouze o akciový trh daného státu nebo o světovou ekonomiku. Z toho vyplývá, že systémové riziko může mít řadu příčin. Bohužel tyto příčiny nelze nijak měřit a do budoucna se můžeme pouze spolehnout na empirické zkušenosti z minulosti. Jde o nejhůře předvídatelný typ rizika. Nelze ho se stoprocentní jistotou odhalit a to by měl mít každý investor na paměti. V boji proti tomuto problému může pomoci diverzifikace portfolia. [4]

2.2.4 Riziko lidského faktoru

Jedním z nejkomplicovanějších druhů rizik je riziko lidského faktoru. Toto riziko se může projevit hned několika možnými podobami. Lidská psychika je nesmírně složitá věc. A vliv peněz na ni má neblahé účinky obzvlášť pak na nováčky, kteří naplněni optimismem vstupují na kapitálové trhy. Jsou si naprosto jisti tím, že budou chytřejší než trh a budou ho moct překonat. Tento předpoklad je ovšem zcela chybný. Osobně si myslím, že není možné být chytřejší než trh. Nováčkové si ale tuto myšlenku neuvědomují. Složí svoje první peníze na účet a vyvede se jim pár prvních obchodů. Umocní to tak jejich dojem, že jsou neporazitelní a jejich investiční strategie je neomylná. Začínají pak snít o tom, co si za vydělané peníze koupí. A toto je počátek jejich konce. Nebude to dlouho trvat a přijde první pád. Z něj se nováčkové ihned oklepou a jdou dál za svým cílem. Ovšem série ztrát se pomalinku navyšuje. Nováčkové se pokouší pomocí dalších zpravidla unáhlených investic dostat svůj kapitál zpět. Ale jejich pokusy se nyní více podobají gamblerství než racionálnímu uvažování investora. Nakonec vše vsadí na jednu kartu a s pocitem trpkosti opouštějí kapitálové trhy. [1]

2.2.5 Riziko inflace

Inflace je ekonomický jev, který označuje všeobecný růst cenové hladiny, neboli snížení kupní síly peněz. Změnu cenové hladiny za určité období udává míra inflace. Míra inflace je měřena pomocí tzv. cenových indexů, nejznámější z nich je index

spotřebitelských cen. Cenová hladina vyjadřuje vztah mezi celkovým množstvím peněz a celkovým objemem statků a služeb peněžně oceněných, za které jsou směňovány. Nerovnováha je vyjadřována pojmem inflace nebo deflace. Růst nebo pokles cenové hladiny ovlivňuje řada víceméně významných faktorů. Na množství peněz má velkou měrou vliv rozhodování centrální banky, množství zboží a služeb je ovlivňováno v zásadě jen tržními silami a produkčními schopnostmi hospodářství. Dá se říci, že tyto dva vlivy působí protichůdně. Faktory působící na rovnováhu cenové hladiny mají svůj původ na straně poptávky nebo nabídky. Problémem inflace se budeme zabývat později v kapitole makroekonomické analýzy. [8]

2.3 Úrokové míry

Investoři dnes žijí ve světě, ve kterém se mohou rozhodnout, co udělají s volnými finančními prostředky. Jednou z nejrozšířenějších možností pro obyčejné lidi je uložit svůj kapitál do banky na vkladní účet. To je celkem logické, pokud banka nabídne vysoké úrokové míry, spousta lidí raději vloží své finance do banky, než aby investovali do akcií obligací či komodit. Akcie a obligace jsou spjaty s vyšší úrokových měr. Pokud se zvednou úrokové míry, dojde k poklesu ceny akcií a obligací. Je dáno tím, že investoři přesunou svůj majetek z rizikových investic do banky na vkladní účet. Když ale poklesnou úrokové míry, dojde k opačnému efektu. Na tuto událost reagují akcie vzrůstem cen. Lze tedy říci, že nízké úrokové míry stimulují k investování. Tohoto principu využívají centrální banky a vlády různých zemí v rámci průmyslové politiky. [4]

2.4 Čas

Jde o základní fyzikální veličinu, která ovlivňuje náš život. Na kapitálových trzích je situace shodná. V průběhu času zaznamenáváme změnu úrokových sazeb, hodnotou vyplacených dividend, vyšší rizika atd. Můžeme tedy říci, že čas může investorovi někdy „hrát do karet“ ale někdy taky proti němu. Můžeme tedy vyslovit hypotézu, že s časem roste hodnota našich investic. Na druhou stranu musíme připustit, že s postupujícím časem je mnohem složitější odhadnout vývoj dané investice. [4]

3 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

3.1 Podstata fundamentální analýzy

Na měnovém trhu vychází fundamentální analýza ze sledování makroekonomické situace v zemi i ve světě, a dále z analýzy vlivu změn v hospodářství na nabídku a poptávku po dané měně, a tím i na její kurz. Proto je třeba průběžně sledovat politické, ekonomické a společenské události a věnovat pozornost makroekonomickým ukazatelům, které vypovídají o stavu hospodářství dané země. Jeden z faktorů ovlivňujících měnový trh, bedlivě sledovaných příznivci fundamentální analýzy, představuje právě zveřejňování makroekonomických údajů. Měnový trh je specifický rychlou reakcí na zveřejněné údaje a jevem, který označujeme jako diskontování budoucích informací. Investor se musí rozhodnout, zda již trh v cenách zohlednil jím předvídané údaje, či ne. Publikace všeobecně očekávané informace nebude mít na trh větší vliv, vzhledem k tomu, že už nepochybně byla v měnovém kurzu zohledněna. Informace má hodnotu pouze v případě, že ještě není všeobecně známá nebo očekávaná. Z pohledu fundamentální analýzy má velký význam také peněžní politika centrálních bank. Hladina úrokových sazeb stanovených těmito bankami, operace otevřeného trhu nebo měnové intervence ovlivňují situaci na měnovém trhu, jsou předmětem pozorného sledování ze strany finančních analytiků. Na měnový trh mají vliv rovněž tragické události, jako jsou války, teroristické útoky a katastrofy. V případě, že dojde ke krizi, utíkají investoři k bezpečným měnám, například k americkému dolaru, švýcarskému franku a v poslední době i ke společné měně – euru. Velkou pozornost je třeba věnovat výroky členů vládnoucích uskupení a opozice, šéfů centrálních bank, případně osob, které mají značný vliv na vedenou peněžní politiku. Stabilita politické scény se totiž promítá do zvýšení atraktivity hospodářství daného státu pro zahraniční investory, což přitahuje kapitál a posiluje státní měnu. Zhoršení politické situace může vést k prudkému stažení investovaných prostředků a růstu cen deviz. Podlé úhlu jakým budeme nahlížet na tento problém, můžeme fundamentální analýzu rozdělit na tři části. [7]

Globální (makroekonomická) fundamentální analýza

Jedná se o metodu, která spočívá v širším pohledu na daný problém. Snaží se o prozkoumání vlivu světových ekonomik na vývoj kurzu dané akcie. K tomuto účelu potřebuje investor znát velké množství charakteristických veličin, které mu mohou pomoci k zorientování se na kapitálových trzích. Jen namátkou si zde uvedeme například úrokové míry, inflaci, hrubý domácí produkt, devizové kurzy, některé ekonomické šoky a jiné další. [7]

Odvětvová fundamentální analýza

Touto metou se již začínáme specializovat na jedno dané odvětví průmyslu. S tím jak pokročilo naše vědění v oblastech ekonomie, zjistili jsme spoustu nových poznatků o tzv. hospodářském cyklu. Díky němu jsem schopni předpovědět, v jakém průmyslovém odvětví lze očekávat růst, a čím bude tento růst zapříčiněn. To znamená, jaké faktory zapůsobí na daný sektor a poskytnou mu hnací sílu. Nesmíme zde zapomenout na rozličná rozhodnutí vládního sektoru. Ten nám může v podobě různých sankcí a pokut snížit kurz akcie podniku, což je pro investora jednoznačně negativní dopad. Ale na druhou stranu pomocí vládních regulací a to nejčastěji v energetice, může na druhou stranu pozitivně ovlivnit kurz akcie. [7]

Fundamentální analýza jednotlivých titulů (firemní)

Zde se soustředíme na hodnocení jednotlivých firem. Snažíme se předpovědět, jakým směrem se bude kurz akcie této firmy ubírat, a jak se jednotlivé fundamentální faktory promítnou do její vnitřní hodnoty. Ve většině případů, je zde zapotřebí matematického aparátu, který nám umožní přiřadit k jednotlivým veličinám konkrétní číselnou hodnotu. [7]

3.2 Vnitřní hodnota

S tímto pojmem se budeme setkávat na kapitálových trzích často. Nyní se pokusím alespoň trochu nastínit problém týkající se vnitřní hodnoty. V drtivé většině případů si spousta investorů klade otázku, jaká je skutečná hodnota akcií. Od tohoto problému se ve fundamentální analýze odvíjí snaha o výpočet vnitřní hodnoty akcií a následné porovnání s reálným kurzem akcie. Snažíme se tedy zjistit, zda jsou dané akcie nadhodnocené či podhodnocené. Jinými slovy vnitřní hodnota akcie je cena, na

jaké by měla být obchodovatelná v daný okamžik. Problémem vnitřní hodnoty se již v minulosti zabývalo mnoho lidí. Jeden z obchodníků z Wall Street jménem Benjamin Graham rozpracoval tento problém. Jeho přístup k ohodnocení akcie byl nazván absolutní hodnota. Vycházel z předpokladu, že absolutní (vnitřní) hodnota je nezávislá na aktuálním kurzu akcie. Čeští analytici se i dnes ve většině případů opírají o Grahamův přístup. Vycházejí z předpokladu, že vnitřní hodnota je imaginární a nemá žádnou souvislost s reálnou cenou. Navíc se do vnitřní hodnoty promítají aktiva, zisky, dividendy popřípadě různá očekávání. K výpočtům, které by nám mohli usnadnit práci s odhadem vnitřní hodnoty akcií, je vytvořena celá řada modelů např. dividendové modely, které pracují s ukazateli P/E či P/S, jiné modely odvozují vnitřní hodnotu z účetních výkazů nebo různé historické modely. Smyslem toto problému je najít akci, která je podhodnocená a vstoupit do dlouhé pozice, nebo naopak najít nahodnocenou akcii a přejít do krátké pozice za účelem dosažení zisku. Vedle těchto modelů, můžeme k výpočtu vnitřní hodnoty použít jiné metody označované jako bilanční a historické metody. Nesmíme opomenout, že jejich vypovídající hodnota a principy jsou postavené na jiných základech. Podstatou těchto metod jsou účetní výkazy jednotlivých společností. Pro výpočet vnitřní hodnoty máme několik možností. [4]

3.3 Dividendové diskontní modely

Jedná se o jednu z nejoblíbenějších metod jak určit vnitřní hodnotu akcie. Tato metoda fundamentálního hodnocení akcií je založena na posouzení poměru budoucích hodnot vyplacených dividend a požadované výnosové míry. Budoucí hodnota dividendy je diskontována na současnou hodnotu. V úvahu zde musíme brát fakt, že tyto modely jsme schopni aplikovat pouze u společností, které pravidelně vyplácejí dividendy. A růst těchto dividend je přibližně rovnoměrný. Bohužel tyto předpoklady nemusí akciový titul vždy splnit. Existují ale i společnosti, které dividendy vůbec nevyplácí. Tím pádem by komparace společnosti, která dividendy vyplácí a společnosti, která dividendy nevyplácí, byla velmi problematická. Na druhou stranu musíme podotknout, že předpokládaná výše dividend je celkem významná informace, kterou bychom neměli ignorovat. Nejznámější vzorec spjatý s touto problematikou je Gordonův vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty akcie. [5]

$$VH = \frac{d_1 + C_1}{(1 + r_e)}$$

VH je vnitřní hodnota akcie

d_1 je očekávaná dividenda na konci roku

C_1 je očekávaná prodejní cena na konci roku

r_e je požadovaná úroková míra

3.3.1 Jiné metody výpočtu velikosti vnitřní hodnoty

1) Účetní metoda

Tato hodnota je definovaná rozdílem aktiv společnosti k cizímu kapitálu. Pokud tento výsledek vydělíme počtem emitovaných akcií, získáme tzv. účetní hodnotu jedné akcie. A tu je možno ztotožnit s vnitřní hodnotou tak, že se jedná o hodnotu vlastního kapitálu vztáženou na akcii. V praxi se pro výpočet nejčastěji používá poměrový ukazatel P/BV ratio (ten dává do poměru kurz akcie s její účetní hodnotou). Z hodnoty ukazatele P/BV ratio vypočtené z poslední zveřejněné účetní bilance, můžeme odvodit atraktivitu akcie. Pokud P/BV získá hodnotu větší než jedna, znamená to, že tržní kurz je vyšší než účetní hodnota připadající na akcii, tento fakt láká investory, kteří vidí z této akcie slušný profit. Logicky funguje tento princip i naopak. Empirické výzkumy ale varují. Data, která se pro výpočet používají (aktiva a pasiva) jsou udávány v historických cenách a ty nemusí být totožné s aktuálními. Navíc účetní hodnota nic nevypovídá o budoucích ziscích. Tato metoda se nejčastěji používá pro analýzu těžebních společností, v ostatních případech na sebe bere funkci pomocného ukazatele. [7]

2) Likvidační metoda

Zde budeme vycházet z množství finančních prostředků, které by bylo možné rozdělit mezi akcionáře, kdyby podnik ukončil svoji činnost (rozprodání aktiv, úhrada všech dluhů, komisionářské poplatky). Likvidační hodnotu můžeme tedy interpretovat jako dolní mez pohybu tržní ceny akcie. Pokud tržní hodnota akcie klesne pod likvidační hodnotu, stane se tak firma atraktivní pro převzetí. Lze pak po skoupení kontrolního balíku akcií zahájit likvidaci podniku. Proces výpočtu likvidační hodno-

ty je složitý a časově náročný. Tudiž se jeho použití využívá pouze omezeně a jen ve specifických případech. [7]

3) Reprodukční metoda

Lze ji určit jako rozdíl mezi reprodukční hodnotou aktiv a reprodukční hodnoty závazků ohodnocované společnosti. Tato metoda se opírá o reprodukční náklady, které by musely být vynaloženy na znovu zakoupení aktiv. Analytici používají tuto metodu ke zjištění vývoje poptávky po akciích společnosti a budoucího vývoje kurzu akcií. [7]

4) Substituční metoda

Jedná se o poslední bilanční model, který je nejčastěji podroben kritice. Tato metoda se snaží odvodit vnitřní hodnotu na základě porovnávání údajů s ostatními firmami, které působí ve stejném oboru. K tomuto účelu využívá nejčastěji ukazatele P/E, P/BV nebo P/S. [7]

5) Historická metoda

Tato metoda vychází z porovnání průměrných historických kurzů akcií s jinými historickými veličinami. Mezi nejpoužívanější veličiny patří průměrná hodnota dividend, účetní hodnota či cash-flow. Tato metoda je považovaná za vhodný doplněk k metodám respektující časovou změnu údajů používaných na kapitálových trzích. Je zřejmé, že si musíme dát pozor, při oceňování akcií tohoto podniku, zda mu v brzké době nehrozí zásadní změna jeho profilu. V takovém případě by byl výsledek nekořektní a jeho vypovídací hodnota by byla nulová. [7]

3.3.2 Potíže s vnitřní hodnotou

Již ve třicátých letech minulého století zavedli lidé jako Benjamin Graham, John B. Williams či David Dodd pojem vnitřní hodnota. Tento počín lze chápat, jako položení základů novodobé fundamentální analýzy. Ovšem nesmíme opomenout fakt, že je tu malý problém. Tento přístup klade příliš velký důraz na budoucí dividendové zisky a cash-flow a daleko méně se orientuje na rizika, která na nás přichystaly kapitálové trhy. Pro odhad vývoje kurzu akcie je potřeba co nejpřesnějšího výpočtu budoucích dividend. Pokud ale uděláme chybu. A naše výpočty nebudou korektní, vystavujeme se riziku, že bude vnitřní hodnota na základě našich predikcí mylná.

V minulosti se tímto problémem zabývali vědci Dreman a Barry. Jejich výzkum porovnával analytické předpovědi vzhledem ke skutečnosti. Nakonec došli k nečekanému závěru. Skoro 45% všech předpovědí se nenachází v pásmu skutečné vnitřní hodnoty, ba dokonce ani v případě kdy použijeme odchylku od pásma vnitřní hodnoty $\pm 15\%$. Na základě tohoto zjištění můžeme říci, že spekulace na téma podhodnocené či nadhodnocené akcie je celkem zbytečná. Ani se zcela přesnými údaji nejsme díky diskontním modelům schopni říci, že jsem schopni najít nějakou lepší investici. Další problém vyplývá z pojmu dividendy. Jak jsme si již na začátku uvedli, v dnešní době už se tolik nedbá na výplatu dividend. Bohužel výše zmínění lidé kladli velký důraz na dividendy. V praxi budeme tedy dbát skutečnosti, že rozhodování pouze na základě vnitřní hodnoty, může leckterému investorovi pěkně znepříjemnit život. Realita nás poučila, že zjištění skutečné vnitřní hodnoty je pěkný oříšek i pro zkušené analytiky. [4]

3.4 Fundamentální hodnocení akcií

Hodnoty akcií jsou vypočteny z očekávaných dividend a předpokládaných úrokových měr. Pokud písmem P označíme vnitřní hodnotu akcií, písmenem D_i očekávanou hodnotu dividend, písmem r požadovaný výnos (odvozujeme od úrokových měr), písmenem N počet let, po které chceme pobírat dividendy, jsem schopni odvodit vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty zamýšlené investice. Ovšem nemůžeme opomenout fakt, že veličiny, které figurují ve vzorci, skrývají drobné problémy. Začneme s dividendami. Je nám zcela jasné, že předpovědět budoucí hodnotu dividendy je nesmírně obtížné. Zkušený analytik musí věnovat rozboru příslušného podniku hodně času, aby byl schopen předpovídat, jestli bude tento podnik prosperovat. A získá dostatek finančních prostředků na reinvestice a výplatu dividend. S tím souvisí i to, zda je vedení podniku nakloněno k vyplácení dividend. Další hodnota, která figuruje ve vzorci je hodnota úrokových měr. Od ní se odvíjí hodnota diskontních sazeb a ty se v čase mění celkem rychle. Diskontní sazby jsou pevně spjaty s vnitřní hodnotou akcie. Navíc se hodnota diskontní sazby ve vzorci vyskytuje ve jmenovateli, tím více ovlivňuje finální hodnotu zamýšlené investice. Nachází se zde časový údaj, a my nejsme schopni se stoprocentní jistotou říci, na kolik let zamýšlíme držet naši investici. No a poslední je vnitřní hodnota. Pokud bychom zanedbali nejistotu, jaká vy-

plývá z úrokových měr a výši vyplacených dividend, byli bychom schopni odvodit i vnitřní hodnotu akcie. Je nám ale jasné, že toto v reálném světě nebude asi dost možné. Zjišťujeme tedy, že i přes to, že je tento vzorec klasikou pro všechny investory. A ti jej využívají pro hodnocení investice. Je v něm obsažena spousta proměnných, které se mění v čase. Je tedy v našem zájmu neustále tento vzorec a hlavně jeho proměnné aktualizovat. [4]

$$P = \sum_{i=1}^N \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

P je vnitřní hodnota akcie

D_i je výše dividendy

r požadovaný výnos (diskontní míra odvozená od úrokových měr)

N počet let, pro který očekáváme výplatu dividend

3.5 P/E ratio

Co zvláštního stojí za touto zkratkou, která na nás číhá ve všech sdělovacích prostředcích (televize, noviny), popřípadě se stává učivem na vysokých školách? Zjišťujeme, že tento poměr dává do souvislosti aktuální kurz akcie a zisku z akcie. Můžeme tedy zjednodušeně říci, že nás zajímá, kolik dostaneme z každé koruny, kterou jsme vložili do investice. Spousta drobných investorů upřednostňují používání tohoto magického vzorce ke zjištění, která ze zamýšlených investic bude pro investora atraktivnější. Dalo by se skoro říci, že tento vzorec těží ze své jednoduchosti. Další způsob jak využít tento vzorec je následující. Investoři zpravidla budou uvažovat o nákupu akcií, které mají nízké P/E ratio. Sledují tím tak podhodnocené akcie, které by mohli v budoucnu přinést slušné zisky. Analogicky můžeme použít i opačnou strategii. Vybereme si akcie s vysokou hodnotou P/E ratio a budeme předpokládat, že její vnitřní hodnota je vyšší než reálná. A investor tak čeká na propad těchto akcií. Bohužel realita je trochu odlišná. Najdeme i případy, kdy ukazatel P/E ratio selhává. Podstatnou nevýhodou používání ukazatele P/E ratio je fakt, že v situaci, kdy firmy vykážou ztrátu, nemá smysl k současnému kurzu akcie tento vzorec konstruovat. A tím je nám znemožněno využít výsledek k interpretaci nových poznatků. [4]

3.6 Analýza založená na teorii firmy

Najdeme celou řadu analytiků, kteří přistupují k analýze jednotlivých akciových titulů svérázným způsobem. Vezmou základní profil podniku, do jehož akcií hodlají investovat svůj kapitál. Tento profil rozeberou na jednotlivé elementy a ty podrobí detailnímu studiu. K prostředkům, které takovýto analytici používají, se nejčastěji řadí nejrůznější účetní výkazy, aktiva a pasiva této společnosti, informace o jejím vrcholovém managementu, jejich vyhlídky do budoucna a příležitosti, nesmíme opomenout politické situace v dané zemi a změnu úrokových měr. Je jasné, že na toto úsilí musíme vynaložit obrovské množství času. Na základě těchto podkladů je pak analytik schopen odvodit správnou hodnotu akcie. Ovšem abychom byli schopni používat tento přístup, je nutné, abychom měli dobré znalosti účetnictví, vyznali se v právu, na škodu nebudou ani politické a sociologické souvislosti fungující v tomto státu, ve kterém podnik působí a v neposlední řadě technologické postupy používané při výrobě. Tato teorie si získala svoji přízeň kvůli své samozřejmosti. Na následujícím příkladu se tuto větu pokusím objasnit. Pokud budu zamýšlet o investici do podniku, který bude produkovat alkoholické nápoje. První, po čem se normální člověk bude informovat, je, jaká je aktuální spotřeba těchto nápojů, oblíbenost značky, jak si na tom tento podnik stojí vůči konkurenci, jaké má možnosti expanze do zahraničí, nebo jak si na tom stojí s exportem. Patrně asi nikdo z obyčejných lidí nezačne zjišťovat, jaká je volatilita těchto akcií nebo ještě lépe jaká je kovariace výnosů vzhledem k výnosům indexu PX50. Abychom byli schopni dotáhnout tuto analýzu do konce. Budeme potřebovat důkladné analýzy konkurenčních podniků. To máme další práci. Pak budeme potřebovat také zjistit, jak si náš podnik vede vzhledem ke konkurenci v zahraničí. Začínáme znovu analyzovat. Zjišťujeme, že některé informace jsou neúplné nebo nepřesné. Než všechno shromáždíme, vytrídíme a porovnáme je celkem možné, že naši investiční příležitost mezi tím ztratíme. Z těchto problémů vyvstává skutečnost, že tato analýza bude skutečný oříšek i pro zkušeného analytika. S postupujícím časem se ale z těchto předpokladů vyvinula srovnávací analýza. Poměrně jednoduchá a oblíbená metoda hodnocení akciových titulů. V podstatě se snažíme o porovnání akciových titulů konkurenčních firem navzájem. A to jak domácích tak i zahraničních. Snažíme se tak přibližně odhadnout, jaký bude následný vývoj kurzu naší akcie. Akcie může porovnávat na základě nepřeborného

množství vzorců jako třeba P/E ratio nebo jeho modifikace. Pozor ale na přílišné mechanické používání různých poměrů. [4]

4 MAKROEKONOMICKÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

4.1 Úrokové míry

Již na začátku jsme si uvedli, že velikost úrokových měr souvisí s vývojem akciových kurzů. Výši úrokových měr určuje svým způsobem kapitálový trh, přesnější by bylo, kdybychom řekli, že tuto míru ovlivňují subjekty působící na tomto trhu. Výsavní postavení zde ale bude zastávat politika Centrální banky. Ta totiž ovlivňuje výši úrokových měr tím, že vyhlašuje jejich základní sazby a je jedno zda se tak jedná o diskontní sazby, lombardní úvěry popřípadě o repo sazby. Tímto způsobem Centrální banka ovlivňuje život na kapitálových trzích a zasahuje tak do vývoje ekonomiky státu. Investor se bude spíš zajímat o to, jak se změna úrokových měr promítne do budoucího kurzu akcie. Z předchozích kapitol o vnitřní hodnotě víme, že budoucí výnos akcií je odvozen od očekávaných dividend. Z toho vyplývá, že vzrůst úrokových měr má za následek pokles dividend. Analogicky přijdeme na to, co se stane, pokud míry poklesnou. Efekt bude opačný.[2] Toto je první důvod, proč by se investor měl zajímat vývojem úrokových měr. Ve vzorci pro výpočet vnitřní hodnoty akcie totiž figuruje tato veličina. Navíc změna této veličiny se nám ihned promítne do změny kurzu akcie. Za druhé, úrokové míry ovlivňují výši jiných výnosů, které bychom mohli získat na peněžních trzích. Do třetice, úrokové míry jsou směrodatným ukazatelem, kterým směrem se daná ekonomika bude ubírat. Jestli se míra tohoto ukazatele sníží, je nám jasné, že se tímto krokem pokouší Centrální banka nastartovat ekonomiku. Umožňuje tak, aby byl přístup k financím jednodušší. A sleduje tím tak povzbuzení dění ve státu. Naopak pokud se úroková míra náhle zvýší, můžeme tento krok podkládat jako preventivní opatření proti inflaci, která by mohla v budoucnu nastat. Tak jako tak je dobré sledovat výši úrokových měr a to jak na domácí tak i na zahraniční půdě. [4]

4.2 Inlace

Tím, že se snižuje kupní síla peněz, se oslabuje jedna z jejich základních funkcí – funkce uchovatele hodnoty. Dochází k přerozdělování bohatství od věřitelů k dlužníkům. Přerozdělování bohatství se netýká pouze peněžních půjček, deformuje ceny i u dlouhodobých smluv např. nájemné, dodavatelské smlouvy, mzdy. Zájem dlužníků je tedy, aby inflace

byla vysoká, neboť se tím reálně snižuje velikost jejich dluhu. Proti těmto změnám se lze bránit zabudováním inflačních doložek do smluv. To znamená, že ceny ve smlouvě se budou měnit podle pohybu některého z cenových indexů. Tomuto postupu se říká indexace cen. Z toho také plyne, že negativní dopad má zejména neočekávaná inflace. Nejistota budoucích cen případně jejich změny oslabují další ze základních funkcí peněz, a sice funkci jednotky zúčtování. Ceny jsou základní informací pro subjekty na trhu, podle nich se rozhodují, které statky spotřebovat nebo vyrábět. Pokud tato funkce není dobře naplňována, nemůže ani trh fungovat správně. Negativně tedy inflace dopadá zejména na ochotu podniků investovat a domácností spořit. Příčinou inflace je růst fyzického objemu peněz v ekonomice. Jednoduše řečeno, čím více peněz je do ekonomiky vpuštěno, tím více je jejich potřeba, aby měly stejnou reálnou hodnotu (= abychom si za ně mohli pořídit věci stejné hodnoty). Množství peněz v ekonomice reguluje prostřednictvím měnové politiky centrální banka každého státu. Pokud by se centrální banka rozhodla množství peněz v ekonomice nezvyšovat, vedlo by to k zániku inflace. Nicméně tím by ubylo volných peněžních prostředků, které si podnikatelé půjčují a investují; a citelně by tak poklesly všechny ukazatele ekonomického vývoje (např. hrubý domácí produkt). To by v konečném důsledku nadělalo větší škody než mírná a stabilní inflace, proto se centrální banky v poslední době snaží zaměnit monetární transmisní mechanismus za mechanismus přímého cílování inflace. Projevy inflace jsou např. vynucený růst úspor, existence nedostatkového zboží. Příznaky inflace nejsou omezeny jen na oblast růstu cen. Podněty k růstu cen mohou vycházet jak ze strany nabídky, tak ze strany poptávky. Rozlišujeme pak poptávkovou a nabídkovou inflaci. V mnoha případech je vzestup míry růstu mezd vztažen k průměrnému růstu produktivity ekonomiky. Průběh inflace provází rytmus zvyšování mezd. Příklad z oblasti zahraničního obchodu: následkem zdražení vývozu oproti dovozu se zhoršuje platební bilance, a tím se zmenšují devizové rezervy. Samozřejmě zde působí i příznaky finanční, jako je zvýšení rychlosti oběhu peněz. Pozornost zasluhují další dva příznaky inflace a to její intenzita a doba jejího trvání. Intenzita znamená, že inflace se z počátku „skrytě plíží“ (tzv. plíživá inflace), aby se potom velice rychle dostala do svého maxima. Rychlost tvoří jeden z prvků, které vysvětlují, jak je inflace vnímána ekonomickými subjekty. Rychlost je pocíťována silněji než inflace trvající delší čas. Co se týče trvání inflace, může jít o rychlý vzestup cen nebo v jiných případech je vzestup cen daleko delší. Je sice pomalejší, ale zato déle trvá. Při plánování dlouhodobých investic je třeba s inflací počítat. O tom, jakou míru inflace předpokládat do budoucna, se lze řídit jednak odhady inflace, které jsou zpracovány odbor-

nými institucemi, a dále jako maják slouží chování centrální emisní banky. Pokud je známo, o kolik procent hodlá centrální banka zvýšit objem peněz za rok, je to významné vodítko. Zvýšení objemu peněz, které neodpovídá zvýšení objemu produkce v celé ekonomice, je opět signálem možné inflace. V tržních ekonomikách se tyto údaje běžně zveřejňují a majiteli peněz jsou bedlivě sledovány. Zvláštním příznakem inflace je dále i vzestup úrokové míry. Zvýšení úrokové míry je předzvěstí inflace, která se zvedá z důvodu očekávaného zhoršení ekonomického vývoje. [8]

4.3 HDP

Jde o jeden z nejjednodušších ukazatelů, a přesto se v jeho jednoduchosti skrývá jeden drobný problém. Je celkem povzbudivé sledovat, jak HDP Spojených států Amerických roste, když jsme právě investovali do společnosti IBM. Většina drobných investorů předpokládá, že pokud poroste míra HDP. Ekonomika tohoto státu je zdravá a akciové společnosti, do kterých jsme vložili své finanční prostředky. Budou prosperovat. S tímto argumentem by se dalo tiše souhlasit. Do jisté míry tomu, tak opravdu je. Ale nesmíme zapomenout, že HDP se vypočítává z několika faktorů (např. rozdíl mezi exportem a importem zboží, státní výdaje, spotřeba domácností, průmyslové investice). Musíme tedy pečlivě vnímat, zda byl růst HDP zapříčiněn investicemi, nebo se místní obyvatelstvo splašilo a začalo zběsile nakupovat osobní automobily. Při analýze se nesmíme nechat zmást jednoduchou interpretací čísel. Je dobré, abychom při tomto postupu zapojit selský rozum, než se trápit se složitými matematickými modely. Závěrem bych podotkl, že průběžným sledováním HDP nic nepokážeme, ale musíme si dát pozor na interpretaci závěrů, které z této analýzy vyplynou. [4]

5 PSYCHOLOGICKÉ ASPEKTY INVESTOVÁNÍ

Kapitálové trhy vždy přitahovaly a přitahují spoustu lidí, kteří se snaží zhodnotit svoje volné finanční prostředky. Představa velkých zisků za minimum vynaložené práce je velmi silný stimul pro obyčejného člověka. Ale pozor tyto představy můžou přivést naše portfolio ke zkáze. Nyní se společně pokusíme utřídit si myšlenky, aby bylo naše počínání na kapitálových trzích co nejracionálnější a neproměnilo se v návštěvu kasina v Las Vegas.

5.1 Jasně myšlenky základ veškerého úspěchu

Současné poznání v oboru psychologie dospělo k poznání, že psychický stav jedince ovlivňuje jeho aktuální chování. Na kapitálových trzích tomu není jinak. To jak se dokážeme ovládat, ovlivňuje naše portfolio. Můžeme vlastnit to nejlepší know-how v rámci našeho osobního obchodního systému, a přesto nebudeme schopni profitovat, pokud naše počínání bude ovlivněno našimi emocemi a je jedno jestli se jedná o strach, aroganci popřípadě napětí. Je velmi pravděpodobné, že si naše portfolio pomalinku a jistě smažeme. O tom zda se nám v této situaci povede dobře či zle, rozhodujeme pouze a jen my. Můžeme ale pro to něco udělat, urovnat si myšlenky v hlavě a pečlivě si vše dopředu promyslet. Musíme mít pořád na paměti, že jsme se pustili do boje s jednou s nejkomplicovanější věcí na této planetě. A ta se jmenuje trh v našem případě kapitálový. Najdeme spoustu spekulantů a investorů, kteří si naivně myslí, že trh je možné ovládnout, že je možné si ho podmanit. Opak je ale pravda. Pokud budeme investovat náš kapitál pod tímto klamným dojmem, postupem doby a času ztratíme vše. Jestliže dovolíme nějakému rušivému elementu ovládat náš současný psychický stav, snižujeme tím naši šanci na úspěch. V tomto světě platí jedna zajímavá skutečnost, a tím je fakt, že za veškeré úkony se zodpovídáme sobě. Pokud se Vám něco nepodaří. Udělali jste chybu Vy a ne nikdo jiný. Nyní je jasné, že k našemu úspěchu nestačí pouze dobré know-how, ale také psychologická připravenost jedince. Jak nedokážeme zvládat psychologické procesy, které se odehrávají v našem vědomí, tak bychom raději neměli vůbec vstupovat na půdu kapitálových trhů. [1]

5.2 Dva druhy investorů

Investoři, kteří se ke svému kapitálu dostali jiným způsobem než vlastní pílí, můžeme označit jako pasivní investory. Finanční prostředky čerpají například z dědictví, z bank, které vyplácí úroky z dlouholetého spoření apod. U této skupiny lidí převládá pocit a potřeba jednat s investovaným kapitálem s vyšší obezřetností. Především se snaží vyhnout vysoce rizikovým obchodům. Jsme schopni se s těmito lidmi potkat naprosto všude v našem okolí. Jde zpravidla o drobné živnostníky, popřípadě řídící pracovníky, bankéře nebo osoby, kteří nabyli své finanční prostředky dědictvím. Skoro bychom mohli vyslovit předpoklad, že čím menšími finančními prostředky jedinec disponuje, tím je pravděpodobnější, že bude patřit do této skupiny investorů. Tato skupina investorů upřednostňuje rozhodování brokera popřípadě investičního poradce před svým vlastním. Tento jev lze vysvětlit odporem k vysokému riziku. Často zveličují riziko spojené s investicí a potřebují se poradit s někým zkušenějším. Tudíž tíhnou k široce diverzifikovanému portfoliu a nesnaží se vstupovat do rizikových obchodů, které mohou být zajímavé svým vysokým finančním potenciálem. Nemůžeme od nich předpokládat nějaké neobvyklé rozhodnutí. Opakem budou aktivní investoři, kteří si museli celý kapitál nějakým způsobem vydělat. Přispěli tak svými činy do procesu tvorby majetku. U této skupiny investorů převládá zájem o vyšší výnos i za předpokladu, že budou muset podstoupit vyšší míru rizika. Jedná se zde zejména o zakladatele vlastních firem, lidi s vysokoškolským vzděláním, lékaře atd. Tímto způsobem se odlišují od předchozí skupiny investorů. V jejich investičních záměrech je možné sledovat větší agresivitu než u předchozí skupiny. Představují skupinu lidí, kteří pevně věří svým zkušenostem a pocitu, že to dokážou. Dokonce i svého brokera se snaží přesvědčit, že jsou o něco chytřejší než on. Pokud brokerovi nejsou tito klienti lhostejní, měl by se pokusit vést tyto lidi správným směrem. Tak aby byli schopni provádět strategické rozhodnutí v rámci investic samostatně a byli schopni se sami orientovat v investiční politice. Tato skupina investorů je ráda, když se může rozhodovat sama. A když má přehled o tom, kde se zrovna nachází jejich kapitál. Pocit z finančních výnosů, kterých dosáhli, je tak naplňuje spokojeností. A zároveň jsou schopni se lépe vyrovnat s finanční ztrátou, kterou utrpěli. [4]

5.3 Psychologie vs. kapitál

Pojďme se nyní společně podívat na problém psychologie v rámci investic. Je zřejmé, že psychologie je naprostým opakem všeho racionálního. Pokud jsme v matematice dostatečně vzdělaní, víme, že druhá odmocnina z devíti budou tři, touto analogií bychom se mohli propracovat k ještě složitějším příkladům. Jde ale o to, že matematika má pevně postavené základy a výsledek bude vždy přesný, pokud samozřejmě neuděláme někde nějakou chybu. Naproti tomu je psychologie postavena na trošku odlišných základech ne až tak exaktních. Z jednoho hlediska je to důležitá vědní disciplína, která dokáže do detailu popsat osobu, která by měla nějakým způsobem působit na kapitálových trzích. Nebo by nějaké osobě mohla ukázat tu správnou cestu, jak si počínat, tak aby nás vidina zisku či obavy ze ztráty neovládla. Na druhou stranu nabývá psychologie jiného významu, v tomto případě řekněme takového rádobu smetiště. Pokusím se tento jev objasnit na následujícím příkladu. Někaký akciový titul náhle povyskočil o dvacet korun na akcii, ať se analytici snaží, jak nejvíc dovedou, nejdou schopni přijít této záhadě na kloub. Veškeré pokusy fundamentální analýzy selhávají. Nevíme si tedy rady, použijeme naše smetiště jménem psychologie. Pokud nastane nějaký záhadný problém a nikdo si s ním neví rady, je nejjednodušší způsob, jak ho objasnit, přesunout ho na pole psychologie. A vysvětlit tento problém jistým psychologickým důvodem. Tímto způsobem se interpretují mnohé záhady kapitálových trhů. Není tedy divu, že psychologie v tomto směru zastává funkci objasňovacího prostředku. Přiznejme si fakt, že jsme jen lidé, a jak máme s něčím problémem alespoň v tomto případě na kapitálovém trhu, který nejsme schopni racionálně interpretovat. Je nejjednodušší použít psychologii. Ovšem až na ten problém, že tím popíráme finanční teorie. Z tohoto předpokladu vyplývá skutečnost, že vysvětlit složitější jevy za pomoci psychologie dokáže naprosto každá osoba i bez patřičného psychologického vědění. Většina z nás už se stala svědky tohoto počínání například ve sdělovacích prostředcích. Pokud nám burzovní makléř podá zprávu o tom, že akciové společnosti působící na domácím trhu mají z psychologického hlediska podhodnocené akciové tituly z důvodu toho, že se investorům protíví možnost investovat v rámci České republiky. Musíme se rozhodnout, zda je pro nás takto formulovaná informace relevantní či irelevantní. Kdybychom si totiž tuto informaci vzali k srdci a řídili bychom se podle ní. Mohlo by mít toto jed-

nání neblahý vliv na naše finanční prostředky. Pokud by ale takhle kapitálové trhy fungovali, měli by proti nám nesmírnou výhodu profesionální psychologové. Naštěstí tomu tak není. Psychologie je určitě důležitá a užitečná vědní disciplína, ale pozor na to jak a v jaké souvislosti je interpretována. Určitě se ale rozlučme s myšlenkou, že by nám psychologie mohla prozradit budoucí vývoj akciového titulu. [4]

5.4 Psychologie davu

Kapitálové trhy prošly dlouhým vývojem, než se utvořili do soudobé podoby, jak je známe dnes. Jako malou ukázkou bych zde zmínil NYSE (New York Stock Exchange), tato burza byla založena roku 1792. Ihned po otevření se zde utvořila malá skupinka makléřů, čítající dvanáct osob, kteří zásadním způsobem ovlivňovali dění na této burze. Je nám jasné, že na začátku tedy na této burze operovalo jen velmi málo osob. Ovšem technologický pokrok nelze zastavit, a tak s vývojem moderních komunikačních technologií se náš svět pomalinku a jistě zmenšuje. Dnes má přístup na tuto burzu naprosto každý a je jedno jestli je od místa vzdálen deset metrů a nebo tři tisíce kilometrů. Je tedy zřejmé, že pokud se budeme pokoušet analyzovat trh, budeme do jisté míry zkoumat chování davu. Najde se mnoho lidí, jejichž chování se podřizuje velkým skupinám lidí. A tito lidé dokonale kopírují činnosti této velké masy působící na trzích, a je jedno jestli se zrovna jedná o nákup či prodej nějakého akciového instrumentu. V podstatě mají tito lidé pravdu, pokud fundamentální analýza naznačuje, že jistý akciový titul posílí na své hodnotě. A mnoho dalších investorů začne ihned tento titul nakupovat a tlačit tak cenu nahoru. Bylo by celkem nemoudré prodávat. V tomto případě je dobré respektovat chování davu a připojit se. Opačný čin by se mohl rovnat plavání proti proudu, dřív nebo později nás proud stejně strhne. Ale na druhou stranu si musíme dát velký pozor na fakt, že dav může být velmi často hloupý. Hloupější než jsme my. Z této skutečnosti je jasné, že dobrý investor by měl být nezávislý, co se týče jeho myšlení. Jinými slovy je dobré nepodceňovat sílu davu, ale na druhou stranu bychom neměli podlehnout jeho vlivu. Pokud se ale pomalinku dostaneme pod vliv davu. Naše jednání se z racionálního změní na emotivní. Odchýlíme se tak od našich pravidel a obchodního systému a je velmi pravděpodobné, že si tak uškodíme. Na trzích se každý den odehrává bitva mezi býky a medvědy, podle toho jaká skupina je aktuálně nejsilnější naše portfolio roste

a nebo upadá. My sami zajisté nemůže ovládat trhy, můžeme se pouze rozhodnout jestli do pozice vstoupit a nebo z ní vystoupit, popřípadě nevyvíjet žádnou činnost.

[2]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

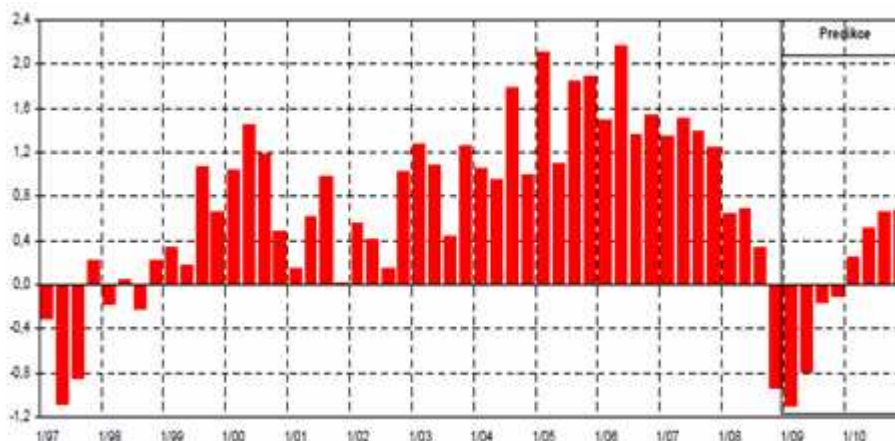
6 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA ČESKÉ REPUBLIKY

První věcí, kterou bych se zabýval jako drobný investor. Je analýza prostředí, ve kterém hodlám obchodovat s akcemi. V našem případě to bude makroekonomické prostředí České republiky. Mezi stěžejní položky, které by měl investor zahrnout do své analýzy, patří bezpochyby HDP, úrokové míry a inflace. Na základě této analýzy jsme schopni vytvořit si představu, jak silná je ekonomika státu, kde jsou její slabiny. A také jsme schopni zvolit svoji investiční strategii.

6.1 HDP (hrubý domácí produkt)

Jak je možné pozorovat na grafu (obrázek číslo 2) česká ekonomika se ocitla na vrcholu ekonomického cyklu na konci roku 2007. Abychom byli naprosto přesní, měli bychom dodat, že tato situace nastala ve druhém až třetím čtvrtletí roku 2007. Na dalším vývoji tohoto grafu je patrný následný přechod do útlumu. Kdy došlo ke zpomalení růstu HDP. A HDP přešel do fáze zpomalování. Dále pak jsem schopni rozpoznat na konci roku 2008 prudký pokles HDP, ke kterému došlo díky dopadům světové finanční krize. Tento pokles jsme schopni sledovat až do prvního čtvrtletí roku 2009. Na základě tohoto grafu jsme tedy schopni vyslovit předpoklad, že právě v tomto období se ekonomika ČR ocitla v recesi. Tento fakt podtrhují údaje MF ČR, které uvádí, že se meziroční růst HDP v roce 2008 oproti roku 2007 snížil na 3,5%. A tento trend bude pokračovat i nadále v roce 2009, ale ne s tak výrazným rozdílem. V průměru instituce předpokládají, že v roce 2009 dojde ke snížení růstu HDP o 0,8%. Na druhou stranu předpokládejme, že se v roce 2010 dostaví první výrazný vzrůst HDP. V dalším průběhu roku 2009 by se mezičtvrtletní poklesy v rámci HDP měly výrazně snižovat. Tento pozitivní vývoj pomůže znovu zotavit ekonomiku ČR. Kdybychom byli velmi optimističtí mohli bychom se těšit na ukončení recese přibližně na konci roku 2010. Ovšem nemůžeme si být tímto tvrzením až tak jistí, může se ale stát pravý opak. Kdy bychom měli přeci jen raději počítat i s nadále trvající recesí až do roku 2010 a možná i déle. Dle mého názoru bude ale pravděpodobnější, že se v období let roku 2009 a 2010 dostaví výrazné zlepšení ekonomické situace a tím pádem dojde i k pozvolnému růstu HDP. [25]

Obrázek 6-1. Vývoj HDP



6.2 Úrokové míry

Na začátku roku 2009 přistoupila ČNB ke snížení limitní úrokové sazby pro 2T repo operace o 0,25 p.b. na 1,75 %. Prostor pro další pokles sazby se spolu s očekávanou apreciací koruny, klesající inflací a snižujícími se úrokovými sazbami v rámci Evropské unie rozšiřuje. Právě proto můžeme v roce 2009 očekávat další uvolňování měnových podmínek. Významným způsobem ovlivňuje obsah monetární politiky ECB. Nařízení ECB hraje při rozhodování bankovní rady ČNB o výši úrokových sazeb významnou roli. Ihned na začátku roku 2009 snížila rada guvernérů ECB hlavní refinanční sazbu celkem o 1,00 p.b. v dubnu pak o dalších 0,25 p.b. na 1,25 %. Tímto činem reagují na negativně vyhlížející ekonomické aktivity a protiinflační snahy v eurozóně. Podle ECB není vyloučeno, že se v budoucnu tato refinanční sazba ještě nesníží. Úrokový diferenciál mezi ČR a zónou EU dosáhl v březnu letošního roku 0,25 p.b. v dubnu se rozšířil na 0,50 p.b. Průměrné úrokové sazby z vkladů domácností a neziskových institucí na konci roku 2008 činily 1,6 %. V dalším období lze očekávat mírný pokles v průměru na 1,3 % (proti očekávaným 1,4 %) v roce 2009, v roce 2010 pak na 1,2 %. Predikce je založena na předpokladech zpožděné reakce úrokových sazeb na změnu 2T repo sazby a zachování vkladové struktury. Průměrné úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům dosáhly ve 4. čtvrtletí 2008 úrovně 5,6 %. Pro 1. čtvrtletí 2009 odhadujeme snížení na 5,1 % v důsledku promítnutí únorového poklesu klíčové úrokové sazby a snížení úvěrového spreadu (rizikové premie). Za rok 2009 úrokové sazby z úvěrů pravděpodobně dosáhnou průměrné úrovně 4,9 % (proti 4,7 %), v roce 2010 potom 5,0 % (proti 4,3 %). K významným

změnám ve struktuře úvěrů nedochází. V případě domácností došlo ke zvýšení průměrných úrokových sazeb z nových úvěrů, zejména na počátku roku 2009. Nárůst byl částečně způsoben změnou ve struktuře poskytnutých úvěrů, kdy v důsledku poklesu objemu úvěrů na bydlení vzrostla váha dražších kontokorentních úvěrů. Vývoj úrokových sazeb ČNB zobrazuje tabulka číslo 6.1. [25]

Tabulka číslo 6.1. Vývoj úrokových sazeb ČNB

<i>Vývoj úrokových sazeb ČNB</i>				
Stav ke dni	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba	PMR
6. 2. 2009	1,75	0,75	2,75	2,00
17. 12. 2008	2,25	1,25	3,25	2,00
7. 11. 2008	2,75	1,75	3,75	2,00
8. 8. 2008	3,50	2,50	4,50	2,00
8. 2. 2008	3,75	2,75	4,75	2,00
29. 11. 2007	3,50	2,50	4,50	2,00
30. 8. 2007	3,25	2,25	4,25	2,00
26. 7. 2007	3,00	2,00	4,00	2,00
31. 5. 2007	2,75	1,75	3,75	2,00
29. 9. 2006	2,50	1,50	3,50	2,00
28. 7. 2006	2,25	1,25	3,25	2,00
31. 10. 2005	2,00	1,00	3,00	2,00

6.3 Inflace

Současné predikce míry inflace na rok 2009 počítají s průměrnou inflací 1,6 %. Většina institucí předpokládá pro rok 2010 ustálení inflace těsně nad novou hranicí 2%. Meziročně vzrostly spotřebitelské ceny v únoru roku 2009 o 2,0 %, což je o 0,2 procentního bodu méně než v lednu. Největší zmírnění růstu zaznamenaly ceny v oddíle bydlení, kde ceny vodného byly vyšší o 9,2 % (v lednu o 13,4 %), stočného o 8,9 % (v lednu o 14,2 %), tepla a teplé vody o 8,1 % (v lednu o 9,2 %). Meziroční růst nadále nejvíce ovlivňovaly ceny v oddíle bydlení, kde vzrostly ceny zemního plynu o 24,3 %, elektřiny o 11,6 %. Čisté nájemné vzrostlo o 18,7 %, z toho v bytech s regulovaným nájemným o 26,4 % a v bytech s tržním nájemným o 4,9 %. Ceny tabákových výrobků vzrostly o 13,7 %. Opačný vliv na meziroční vývoj hladiny spotřebitelských cen měly ceny v dopravě, kde byly ceny pohonných hmot meziročně nižší o 19,3 % a ceny automobilů o 11,9 %. telefaxových služeb. Ceny zboží úhrnem vzrostly o 0,6 % a ceny služeb o 4,2 %. Úhrnný index spotřebitelských cen bez započtení hypotetického nájemného byl meziročně vyšší o 1,8 %. Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců byla v únoru 5,4 %, což je o 0,5 procentního bodu méně než v lednu 2008. Meziroční přírůstek průměrného harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) 27 členských zemí EU byl podle předběžných údajů Eurostatu v lednu 1,7 %, což je o 0,5 procentního bodu méně než v prosinci. Nejvíce vzrostly ceny v Lotyšsku (o 9,7 %) a Litvě (o 9,5 %), nejméně v Lucembursku (o 0,0 %) a Portugalsku (o 0,1 %). V Německu zpomalil cenový růst na 0,9 % (z 1,1 % v prosinci), na Slovensku na 2,7 % (ze 3,5 % v prosinci). Podle předběžných výpočtů vzrostl v ČR meziměsíčně HICP v únoru o 0,1 %, meziročně zpomalil na 1,3 % (z 1,4 % v lednu). Bleskový odhad meziročního růstu HICP pro eurozónu za únor 2009 je 1,2 %, jak uvedl Eurostat. [25]

Tabulka číslo 6.2. Vývoj inflace v ČR

<i>Vývoj inflace v České republice</i>			
Období	Průměrný CPI	Inflace meziroční v %	Inflace meziměsíční v %
2 / 09	5,4%	2,0%	0,1 %
1 / 09	5,9%	2,2%	1,5 %
R. 08	6,3%	3,6%	
12 / 08	6,3%	3,6%	-0,3 %
11 / 08	6,5%	4,4%	-0,5 %
10 / 08	6,6%	6,0%	0,0 %
9 / 08	6,4%	6,6 %	-0,2 %
8 / 08	6,1%	6,5 %	-0,1 %
7 / 08	5,8%	6,9%	0,5 %
6 / 08	5,4%	6,7%	0,2 %
5 / 08	5,0%	6,8%	0,5 %
4 / 08	4,7%	6,8%	0,4 %
3 / 08	4,3%	7,1%	-0,1 %
2 / 08	3,9%	7,5%	0,3 %
1 / 08	3,4%	7,5%	3,0 %
R. 07	2,8%	5,4%	
12 / 07	2,8%	5,4 %	0,5 %
11 / 07	2,5%	5,0%	0,9 %
10 / 07	2,2%	4,0 %	6,0 %

Na základě těchto poznatků bych se jako drobný investor doporučil držet spíše vyvážené investiční strategie. Tato strategie vychází z diverzifikace portfolia a to v poměru 10% ve prospěch peněžní trhu, 35% ve prospěch obligací a 55% ve prospěch akcií. S tím, že další polovinu svých investičních prostředků investor vloží na pevně úročené vklady. Tato strategie by se mohla jevit jako ta správná, každopádně bych nedoporučoval jakékoliv agresivní strategie. Na tento druh strategií si investoři budou muset ještě chvíli počkat. Nyní ale pojďme analyzovat pět náhodných akciových titulů.

7 ANALÝZA SKUPINY ČEZ

7.1 Obecné informace o skupině ČEZ

ČEZ jako akciová společnost byla založena roku 1992 a to fondem národního majetku České republiky. Hlavním akcionářem je tedy Česká republika. Správu akciového podílu České republiky vykonává Ministerstvo financí ČR. Hlavním předmětem činnosti skupiny ČEZ, je výroba společně s prodejem elektřiny a s tím související podpora elektrizační soustavy. Zároveň se ČEZ zabývá i jinými činnostmi jako například výroba, rozvod a prodej tepla. V roce 2003 došlo ke spojení ČEZ, a. s., s distribučními společnostmi (Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika) Po tomto sloučení se stala skupina ČEZ nejvýznamnějším energickým dodavatelem pro střední Evropu v současné době i východní. Skupina ČEZ se tak řadí mezi deset nejvýznamnějších distributorů energie v Evropě. [9]

Základní údaje o společnosti:

Název společnosti:	ČEZ, a.s.
Adresa:	Duhová 2/1444, Praha 4, 140 53
IČO:	45274649
Akcionáři:	Fond národního majetku ČR (65,99% - rok 2007) Ostatní právnické osoby (19,04% - rok 2007) Fyzické osoby (4,14% - rok 2007)
ISIN	CZ0005112300
Aktuální počet akcií:	537,989,759

[10]

7.2 ČEZ v roce 2008

Na konci roku 2008 se světová ekonomika potýkala s relativně velkými problémy a to nejen u nás v ČR ale i v celém světě. Makroekonomické ukazatele jako je HDP se ocitly v červených číslech. Tento neblahý jev se zpravidla nejvíce projevuje ve vyspělých zemích. A střední Evropa není výjimkou. Snížení ekonomické aktivity má za následek pokles po poptávce po energiích. Naštěstí většinu zakázek a kontraktů ČEZ podepisuje s časovým předstihem. A tak se domnívám, že letos nebudou dopady

finanční krize na ČEZ tak drtivé. Tento projev by mohl ČEZ zaznamenat naplno v roce 2010. Na druhou stranu nesmíme opomenout fakt, že i přes tyto problémy byl ČEZ i nadále schopen posilovat svoje postavení především v jihovýchodní Evropě. Snahu o zařazení nových elektráren na Slovensku a Maďarsku popřípadě Rumunsku do vlastní produkce. Které by se mohli pozitivně projevit na výkazu zisků a tím pádem i na kurzu akcií této společnosti. [11]

7.3 Výsledek hospodaření skupiny ČEZ

Z finančních výkazů jsem schopni vyčíst, že tržby za rok 2008 činily 181,6 mld. Kč což je oproti roku 2007 z původních tržeb o celkové hodnotě 174,56 mld. Kč narůst o 4,1%. Ale pozor neradujme se předčasně, už na konci roku 2008 jsme zaznamenali propad v tržbách o 2,5%. Tento propad byl zapříčiněn poklesem poptávky po energiích ve čtvrtém kvartálu roku 2008 a to zejména od středních a velkých podniků. Na tento propad měl vliv snížení produkce energií o 8,7%, největší podíl na tomto propadu ve výrobě nesla ČR (propad 6,1 TWh z toho ČR 5,1TWh). Výsledek za účetní období 2008 nejvíce ovlivnilo dění ve čtvrtém kvartále. Vyjma položek, jež dokázal ČEZ v podstatě bez potíží predikovat, vyčnívají pouze nákladové úroky. Které díky vyšší zadluženosti skupiny ČEZ celkem razantně povyrostly na 3,1 mld. Kč z původní jedné miliardy. Posledním negativním vlivem, který zasáhl do čtvrtého kvartálu, byl pokles cen akcií společnosti. [12]

7.4 Ekonomické ukazatele skupiny ČEZ

Tabulka číslo 7.1. Ukazatele společnosti ČEZ

Ekonomické ukazatele skupiny ČEZ		
Roky	2007	2008
Tržby v tisících CZK	174,563,000	181,638,000
Čistý zisk v tisících CZK	41,555,000	46,510,000
EPS – zisk na akcii	77.24 CZK	86.45 CZK
P/E ratio	11.21	10.01
P/BV	2.78	2.49
EBIT	53,203,000	65,163,000
EBITDA	74,875,718	87,210,000
ROA	11.2%	9.8%
ROE	22.6%	25.1%

7.5 Analýza skupiny ČEZ

Pokud podrobně nahlédneme do finančních výkazů skupiny ČEZ, překvapí nás skutečnost, že i přes nepříznivé podmínky, které s sebou přinesla finanční krize, se skupině ČEZ povedlo udržet v celku slušné výsledky. Tržby zaznamenaly oproti roku 2007 nárůst o 4,1%, stejný trend je patrný i u provozního zisku nebo čistého, který povyrostl téměř o pět miliard. Na druhou stranu si musíme dávat pozor na fakt, že většinu kontraktů o dodávce energie uzavírá ČEZ dopředu. Musí nám být tedy jasné, že dopady finanční krize se projeví až v roce 2009. Ale i tak se povedlo prodat přibližně 85% veškeré produkce elektrické energie, a to i přes pokles poptávky po elektrické energii o 3,5%.

Netrvalo dlouho a skupina ČEZ zveřejnila průběžné výsledky hospodaření za 1Q roku 2009. Analytici počítali s poklesem spotřeby energií ve výrobním sektoru, tento pokles se tedy měl následně projevit v průběžných výsledcích. Opak byl ale pravdou, provozní výsledky jak na straně tržeb ale i nákladů ovlivnili mimořádné položky. Celkově tedy čistý zisk v 1Q 2009 činil 19,1 mld. Kč, což bylo více, než byl předpoklad analytiků. Ovšem po odečtení mimořádných výnosů se dostáváme přibližně k částce 18 mld. Kč, které už vychází z analytických předpokladů. Jinak tomu nebylo u tržeb, tržby povyrostly o 9,7% na hodnotu 53,3 mld. Kč. Hlavní podíl na zvýšení tržeb neslo zdražení cen energií, které tak vykompenzovali pokles poptávky po energiích. Provozní náklady za 1Q roku 2009 ovlivnili také mimořádné náklady, jedním z nich bylo i zrušení rezervního fondu, ze kterého se budou čerpat finanční prostředky na emisní povolenky. Popřípadě uvolnění 600 mil. EUR na vydání nových dluhopisů. Zisk z těchto dluhopisů bude použit na reinvestice do elektráren a akvizice v zahraničí. Další položka, která výrazněji promluvila do prvního kvartálu, byly náklady spojené s úroky, které dosáhly hodnoty 821 mil. Kč díky vyšší zadluženosti skupiny ČEZ. Celkově tedy provozní náklady vzrostly o 5,4% na 28,5 mld. Kč. Tyto nákladové položky se ale nedokázali výrazněji projevit v ukazateli EBITDA.

Dalším pozitivem hovořícím ve prospěch skupiny ČEZ je rozvoj energetických sítí. Do konce tohoto roku se skupina pokusí zavést do úplného provozu několik elektráren na Slovensku, Maďarsku a Rumunsku. Další aktivitou vynaloženou na rozvoj energetické sítě je začlenění do skupiny ČEZ tureckého distributora Sakarya Elektrik Dagitim AS (Sedas) s partnerem Akkok Group. Produkce energií těchto nových elementů se sice v účetnictví letos asi výrazněji neprojeví. Ale poukazuje na posilování postavení ČEZu v rámci evrop-

ské energetiky. Poslední pokusem o rozšíření energetické sítě je odkoupení 76% distribuční sítě DSO v Albánii. Podle propočtů by se v tomto regionu mohl ČEZ dočkat růstu spotřeby energií o 5% ročně, tento jev by se mohl zajímavým způsobem promítnout do konečného výkazu zisků a ztrát.

I přes nepříznivé vlivy, které v ekonomice zanechala finanční krize, je dobré, alespoň si to myslím, zahrnout do investorova portfolia akcie skupiny ČEZ. Tyto akcie nabízí celkem zajímavý růstový potenciál a tím i budoucí zisky.

8 ANALÝZA SPOLEČNOSTI UNIPETROL

8.1 Obecné informace o společnosti Unipetrol

Vznik společnosti Unipetrol se datuje do roku 1994, kdy byl naplněn další z kroků privatizace českého petrochemického průmyslu. Úkolem tohoto spojení bylo vytvoření jednotné společnosti, složené z vybraných petrochemických firem, která by byla schopna konkurovat nadnárodním koncernům. Většinovým akcionářem společnosti se tehdy stal český stát s (63% akcií), reprezentovaný Fondem národního majetku. Do Unipetrolu byly postupně začleněny akciové společnosti Kaučuk, Chemopetrol, Benzina, Paramo, Česká rafinérská, Unipetrol Trade, Spolana a Unipetrol Rafinérie. Od roku 1996 se vyčlenily rafinérie ze společností Chemopetrol v Litvínově a Kaučuk v Kralupech do společnosti Česká rafinérská. V roce 2004 došlo k podpisu smlouvy mezi společností PKN ORLEN a Fondem národního majetku o prodeji 63 % akcií společnosti Unipetrol. Dále pak v roce 2006 prodala vláda ČR majoritního podílu v dceřiné společnosti Spolana polské společnosti Zakłady Azotowe ANWIL. V roce 2007 vykázal Unipetrol výnosy ve výši 89 mld. Kč a jeho čistý zisk činil 1,2 mld. Kč, čímž se skupina řadí mezi největší firmy v České republice a také mezi nejvýznamnější vývozce. [13]

Základní údaje o společnosti:

Název společnosti:	Unipetrol
Adresa:	Unipetrol a.s., Klimentská 10, Praha 1, 11005
IČO:	45274649
Významní akcionáři:	PKN Orlen (62.99%)
ISIN	CZ0009091500
Aktuální počet akcií:	181,334,764

[14]

8.2 Unipetrol v roce 2008

Na výsledky společnosti za třetí kvartál roku 2008 se z pohledu investorů čekalo velmi netrpělivě. Všechny investory zajímalo, jak se vyvine situace ve společnosti navzdory ne příliš dobře vyhlížejícím makroekonomickým ukazatelům. A hlavně nejdůležitější surovině pro další zpracování a to ropy. Ropa typu Brent se tehdy vyšplhala na nové cenové maximum a to 147 dolarů za barel. Její další cena se ustálila na ceně 121 dolarů za barel. Není tedy divu, že se celkové tržby společnosti za toto období vyšplhali na 28,9 mld. Kč. Toto číslo znamenalo vzrůst tržeb o celých 35%. Potíže ale nastali v segmentu rafinerií, které zveřejnili provozní ztrátu 6,1 mld. Kč. Tuto ztrátu zapříčinilo hlavně přehodnocení zbývajících zásob ropy na světě a odstavení některých z výrobních provozů. Opačný jev nastal v petrochemickém segmentu, zde společnost dosáhla nadprůměrných výsledků oproti očekávání. A to 608 mil. Kč. Výrazné zisky v tomto odvětví zajistila cena nafty, která v tomto období vzrostla o 30%. Na závěr je ale nutné dodat, že Unipetrol opět nedokázal dosáhnout výrazně lepších výsledků v účetnictví za třetí kvartál. Pokud byla situace ve třetím kvartálu poněkud problematická, není se na co těšit ve čtvrtém kvartálu. Výsledky ze 3Q nás trochu znepokojili, ale makroekonomické zprávy za 4Q, investory vysloveně zklamaly. Hlavní negativní zprávou byl pokles ceny ropy o 52%. Dalším negativní zprávou byl pokles marží v tomto odvětví, a také pokles poptávky po komoditách z petrochemického průmyslu zejména nafty. V konečném shrnutí došlo k poklesu tržeb za 4Q o 10% číselně vyjádřeno o 19 mld. Kč. Z těchto souvislostí vyplývá, že se sice povedlo udržet čistý zisk za rok 2008 v kladných číslech. Bohužel ale na hodnotě 64 mil. Kč. oproti předpokladu analytiků (200 mil. Kč.). Očekávané hospodářské výsledky v roce 2009 budou velmi záviset na aktuální makroekonomické situaci ve světě. V současnosti pominuly obavy z vysokých cen ropy, které by snižovaly výrobní marže petrochemických společností. Rostou však obavy o horším vývoji globálních ekonomik, které pravděpodobně povedou k poklesu poptávky, zejména potom po petrochemických produktech. S ohledem na tuto situaci vedení zveřejnilo výsledky a oznámilo záměr snížit investice do rozvoje společnosti o 10 – 15 %. [15]

8.3 Ekonomické ukazatele společnosti Unipetrol

Tabulka číslo 8.1. Ukazatele společnosti Unipetrol

Ekonomické ukazatele společnosti Unipetrol		
Roky	2007	2008
Tržby v tisících CZK	88,778,515	98,143,951
Čistý zisk v tisících CZK	1,221,140	64,531
EPS – zisk na akcii	6.73 CZK	0.36 CZK
P/E ratio	18.95	354.17
P/BV	0.55	0.59
EBIT	-2,895,764	-981,482
EBITDA	8,321,361	4,480,504
ROA	1.8%	0.1%
ROE	2.9%	0.2%

8.4 Analýza společnosti Unipetrol

Po prvním nahlédnutí do účetních výkazů se nám může zdát situace ve společnosti Unipetrol v podstatě normální. Tržby v roce 2008 převýšil výsledky z roku 2007. A to přibližně o 10,5 mld. Kč. Pokud ale rozvahu rozebereme podrobněji, zjistíme, že provozní zisk definovaný ukazatelem EBIT se nachází v minusových hodnotách. Největší překvapením pro investory bude zjištění čistého zisku, ten se společnosti sice povedlo udržet v kladných hodnotách. Ale konečný stav na úrovni 64 mil. Kč. byl pro mnoho investorů zklamáním pro některé dokonce důvod k obavám. Kdybychom k tomuto vývoji připojili ještě časové hledisko, zjistili bychom, že za tímto nepříliš pozitivním vývojem stojí finanční krize, která se projevila ve 4Q roku 2008. Jedním z důsledků krize byl markantní propad ceny ropy a to o 52%. Bohužel ropa pro tento druh průmyslu znamená strategickou surovinu. A od ní se odvíjí tržby za produkty, různé obchodní marže v podstatě můžeme říci veškeré zisky, které díky propadu ceny ropy výrazně poklesly. Druhým důsledkem bylo omezení prodeje produktů, které společnost nabízí. V době finanční krize utrpěl největší ztráty hlavně petrochemický segment. Unipetrol musel díky omezení výroby v automobilovém průmyslu snížit produkci polymerů dodávaných pro tento průmysl, dokonce i pokles ceny motorové nafty razantně snížil tržby. Na základě těchto negativních zpráv se nedivíme, pokud jsou meziroční předpovědi poklesu čistého zisku v roce 2009 tak výrazné – pokles o 33,9% (rok 2009 – pokles o 50,4%, rok 2010 – pokles o 48,4%). Dále bych se podíval na ekonomické-

ho ukazatele P/E ratio, který se nebezpečně zvětšil na hodnotu 350. Podobně je na tom i ukazatel EPS zisk na akci, který se snížil z 6.73 CZK na 0.36 CZK.

Další negativní jev bych viděl v počínání vrcholového managementu společnosti, který v době krize nevyvíjel žádné kroky (např. protikrizový plán či postup v krizi), které by měly zmírnit dopady krize. Až změna generálního ředitele (nový ředitel Urbanowicz) spustí tvorbu taktického plánu na revitalizaci společnosti. Hlavními body taktického plánu tak bude zejména snížení fixních a variabilních nákladů, optimalizace hotovosti, pokles oběžných aktiv. Ruku v ruce s tímto počínáním bude patrně prodej 16% podílu firmy Shell ve společnosti Česká rafinerská firmě MERO. Tímto činem by Unipetrol sledoval snížení vlastních provozních nákladů.

Výsledky za 1Q roku 2009 s sebou nepřinesly žádná zajímavější data. Tržby za první kvartál dosáhly 14,5 mld. Kč. Tento výsledek se zrovna neblíží analytickému předpokladu trhu 18 mld. Kč. Provozní zisk EBIT se díky poklesům z obchodních a výrobních marží dostal do minusových položek (-128 mil. Kč.). Tyto faktory zapříčinili ztrátu čtvrtletního čistého zisku ve výši 189 mil. Kč. Nákladové položky dosáhly hodnoty 14,6 mld. Kč. I přesto, že poklesl celkový objem produkce, povedlo se udržet výši fixních nákladů na relativně uspokojující výši.

Závěrem bych rád dodal, že akcie společnosti Unipetrol, se opět v budoucnu zotaví z finanční krize. A investoři je budou moci čile obchodovat. Otázkou je ale kdy? Hlavními faktory, které budou ovlivňovat kurz těchto akcií bude cena ropy a vývoj finančního kurzu dolaru ke koruně. Každopádně osobně bych akcie společnosti Unipetrol ve svém akciovém portfoliu spíše vynechal.

9 ANALÝZA SPOLEČNOSTI TELEFÓNICA O2

9.1 Obecné informace o společnosti Telefónica O2

Soudobá podoba uskupení Telefónica O2 Czech Republic vznikla v roce 2006, kdy se spojili přední poskytovatelé telekomunikačních služeb a to Český Telecom, a.s. a mobilní operátor Eurotel, s.r.o. Nyní je Telefónica O2 předním poskytovatelem veškerých telekomunikačních služeb na českém trhu. V současné době provozuje společnost více než sedm miliónů mobilních a pevných linek. Toto číslo tak společnost řadí mezi špičku poskytovatelů plně konvergenčních komunikačních služeb na světě. Nabízí jednu z nejucelenějších nabídek hlasových a datových služeb v České republice. Telefónica O2 Czech Republic získala mnoho certifikátů, a to zejména v oblasti řízení kvality, ochrany životního prostředí, informační bezpečnosti a v neposlední řadě také bezpečnosti zdraví při práci, které poukazují na bezchybný chod akciové společnosti. V rámci mezinárodní skupiny Telefónica patří Telefónica O2 Czech Republic ke skupině Telefónica Europe. [16]

Základní údaje o společnosti:

Název společnosti:	Telefónica O2 C.R.
Adresa:	Olšanská 55/5, Praha 3, 13034
IČO:	60193336
Akcionáři:	Telefónica S.A. (69,4% podíl na akcích)
ISIN	CZ0009093209
Aktuální počet akcií:	322,089,900

[17]

9.2 Telefónica O2 v roce 2008

Výsledky společnosti Telefónica O2 Czech Republic za rok 2008 se v mnohém nevymkly očekávání analytiků. Tržby za rok 2008 tím pádem činí 64,66 mld. Kč. Pokud rozebereme celkové tržby na jednotlivé segmenty, zjistíme, že segment služeb spojených s poskytováním mobilních služeb neuspokojil očekávání analytiků. Hlavní příčinou je pokles zisků v oblasti hovorného. Tento deficit se ale podařilo celkem dobře vykompenzovat fixními poplatky stálých zákazníků. Naproti tomu segmentu datových služeb se poměrně

dařilo (připojení k internetu). Počet nově připojených ADSL linek v roce 2008 narostl výrazným způsobem. Tento segment vykázal růst a tedy i celkový zisk ve výši 4,14 mld. Kč. Další z pozitivních jevů bylo získání více nových zákazníků, než předpokládali firemní experti. Ale i přes tento jev se nedokázal zvyšující se počet nových zákazníků nějakým zajímavým způsobem promítnout do účetnictví. Snad jedinou pozitivní informací je nečekaná poptávka zejména po ICT službách. V průběhu třetího kvartálu narostl zájem o tyto služby téměř dvakrát, a to na částku 816 mil. Kč. Na konci roku 2008 toto navýšení přineslo zisk 2,07 mld. Kč (+20,5% y/y). V závislosti na ICT službách vzrostl i prodej koncových zařízení tím pádem i výnosy z prodeje, ty za celý rok činili 593 mil. Kč. Na druhou stranu došlo k poklesu počtu pevných linek a to o třicet tisíc. Jejich počet se podle nové metodiky výpočtu ustálil na čísle 1 893 tisíc. Náklady se na konci roku 2008 vyšplhali mírně nad stanovenou mez (celkové náklady 37,57 mld. Kč) Hlavní příčinou těchto změn se stalo navýšení nákladu na dodávky a náklady na prodané zboží. 37,57 mld. Kč. Personální náklady se během roku 2008 moc nezměnili a spíše stagnovaly. Díky tomu, že výsledky společnosti O2 nevykázali nějakou významnou změnu, hodnotí analytici tento vývoj spíše neutrálně. [18]

9.3 Ekonomické ukazatele společnosti Telefónica O2

Tabulka číslo 9.1. Ukazatele společnosti Telefónica O2

Ekonomické ukazatele společnosti Telefónica O2		
Roky	2007	2008
Tržby v tisících CZK	63,033,000	64,655,000
Čistý zisk v tisících CZK	10,386,038	11,628,000
EPS – zisk na akcii	32.25 CZK	36.10 CZK
P/E ratio	13.32	11.9
P/BV	1.67	1.77
EBIT	13,599,000	15,380,000
EBITDA	28,039,000	28,312,000
ROA	9.0%	10.7%
ROE	6.1%	7.2%

9.4 Analýza společnosti Telefónica O2

Největší poskytovatel telekomunikačních služeb v České republice zveřejnil své výsledky za rok 2008 k 25.02.2009. Po zveřejnění výsledků bylo jasné, že ani tato společnost se ne-

bude nějakým výrazným způsobem vymykat analytickým předpokladům. Tržby za rok 2008 se přibližně zvýšily o půldruhé miliardy to je tedy vzrůst o 3,9% tedy na hodnotu 64,65 mld. Kč. Není tedy divu, že se tato zisková položka neodrazila významnějším způsobem do čistého zisku (konečný stav 11,6 mld. Kč.) Ukazatel EPS udává mírný vzrůst a to z původních 32.25 CZK na 36.10 CZK. Ukazatel P/E ratio poklesl z hodnoty 13.17 na 11.76. Za hlavním důvod proč poklesl tento ukazatel je i přes mírný vzrůst ukazatele EPS změna kurzu akcií společnosti. Tato změna kurzu není až tak výrazná. Jsem tedy přesvědčen, že kurz ceny akcie společnosti Telefónica O2 nezažil na konci roku 2008 až tak dramatický propad. Ano, akcie sice zaznamenali pokles ceny kurzu na konci roku 2008, ale i přes tento fakt, jsme schopni na grafech pozorovat oscilaci kurzu mezi 300 Kč a 400 Kč na akcii. Dovolil bych si tedy říci, že akcie O2 patřili v období krize k těm rezistentním.

Faktory, které budou ovlivňovat další vývoj společnosti, jsou především zpomalení počtu nově příchozích zákazníků v segmentu mobilních služeb. Dále pak výrazný pokles počtu pevných linek. Společnost bude muset také dohlédnout na lepší hospodaření na slovenském telekomunikačním trhu. Výsledky z toho trhu trochu zaostávají za předpoklady společnosti. Jedinou pozitivní věcí na slovenském trhu je navýšení počtu tarifních zákazníků.

Celkově tedy říci, že výsledky za rok 2008 nejsou ničím zajímavé. Všechny stanovené cíle společnosti se povedlo splnit. Pozitivním faktorem, který by měl zbrzdit pokles kurzu ceny akcie, je výše navržené dividendy a to na 50 Kč. Pro mnoho investorů se však stalo zklamáním, že i přes problémy, kterým O2 připravila finanční krize, nejeví vedení společnost žádnou aktivitu pro zlepšení situace. A spíše se připravuje na rok ekonomické stagnace.

Pokud budou drobní investoři sledovat průběh fundamentálních zpráv a jednotlivých čtvrtletních výsledků za rok 2009, neudělají výraznější chybu, pokud si zvolí ke krátkodobým investičním záměrům akcie společnosti O2. V současné době se kurz ceny akcií pohybuje okolo hodnoty 400 Kč. A v současné době nevidím ani jeden stěžejní důvod, proč by se kurz akcií měl náhle změnit. Budeme si patrně muset počkat na nabídku možností, které pro O2 připraví až rok 2010.

10 ANALÝZA SPOLEČNOSTI AAA AUTO

10.1 Obecné informace o společnosti AAA Auto

AAA AUTO je jedním z předních prodejců ojetých vozů a zprostředkovatelů finančních služeb v automobilové oblasti ve střední a východní Evropě, měřeno podílem na trhu a počtem nabízených značek. Počátky společnosti sahají do roku 1992, kdy současný výkonný ředitel a vlastník 73,79% akcií společnosti, Anthony James Denny, začal dovážet ojetá vozidla do České republiky. V roce 2003 byla v Nizozemí založena společnost s ručeným omezeným Automobil Group B.V. Aby jednala jako holdingová společnost pro provozní činnost skupiny AAA AUTO ve všech zemích působnosti. V prosinci 2006 dochází ke změně právního statutu firmy a vzniká akciová společnost AAA Auto Group N.V., jako nástupce společnosti Automobil Group B.V. Dále svým zákazníkům společnost nabízí široký výběr automobilových výrobků a služeb s nimi spojených, jako jsou např. automobilové doplňky či registrace vozidla. Portfolio našich služeb dále zahrnuje: leasing, zpětný leasing, povinné ručení, sdružené pojištění, pojištění mechanických závad Carlife, úvěry a půjčky, pojištění schopnosti splácet dluh, kreditní karty a asistenční pomoc pro motoristy. [19]

Základní údaje o společnosti:

Název společnosti:	AAA Auto Group N.V.
Adresa:	Dopraváků 723, Praha 8, 184 00
IČO:	n.a.
Akcionáři:	Anthony James Denny (73.8%)
ISIN	NL0006033375
Aktuální počet akcií:	67,757,875

[20]

10.2 AAA Auto v roce 2008

Společnost AAA Auto vykázala za rok 2008 velmi negativní výsledky. Tržby za toto období dosáhli jen 364,273 mil. euro, což je méně než předpokládali analytici. Co stojí za tak markantním propadem? Jsou to především slabší zisky za prodané vozy, tento jev poukazuje na pokles průměrné tržní ceny vozů. U tržeb z finančních služeb je tomu jinak. Ty se vyvíjeli podle očekávání a to na přibližné výši okolo 37,5 milionu euro za celý rok 2008.

Pokles těchto tržeb v roce 2008 jen o 9,3 % odráží zvýšení penetrace finančních služeb u prodávaných vozů. I přes to, že společnost vykázala slabší tržby, pokračovala ve zvyšování své ziskovosti. Hrubý zisk dosažený na konci roku 2008 dosáhl 12,3 mil. euro. Hlavní podílem na této změně mělo zvýšení marží z prodaných vozů. Pro společnost bylo toto posílení ziskovosti u prodaných vozů klíčové. Na druhou stranu musela společnost AAA Auto vynaložit trochu více kapitálu na zaplacení personálních a marketingových nákladů spolu s dalšími jednorázovými položkami. Tyto náklady pak ovlivňovaly další fundamentální ukazatele této společnosti. Na závěr by bylo dobré dodat, že i přes nepříznivé podmínky, které s sebou přinesla finanční krize, dokázala společnost AAA Auto na tyto podmínky vhodně reagovat. Jednou z těchto důležitých reakcí je posílení hrubé ziskovosti z prodaných vozů a tímto se podařilo, alespoň zmírnit následky finanční krize. [21]

10.3 Výhledy na rok 2009

Hlavním bodem, kterého bude chtít společnost AAA Auto dosáhnout je, zvýšení své ziskovosti. Proto se veškeré působení společnosti přesune na domácí trhy a to na slovenský a český trh. Aktivitu, které firma vyvíjela na maďarském trhu, budou muset být ukončeny z důvodu špatné organizace. AAA Auto ale nepopírá, že se o tento trh nezačne opět zajímat, ale nejdříve tak učiní v časovém horizontu dvou až tří let. Společnost AAA Auto předpokládá zvrát ve druhém kvartále roku 2009. V této době by se měl podle kalendáře projevit sezónní výprodej vozů. Ten by měl zaručit vyšší zisky oproti slabé zimě. Poptávku po ojetých vozech také velmi pozitivně ovlivní obrat cen nových vozů i cenové dno ojetých vozů. [21]

10.4 Ekonomické ukazatele společnosti AAA Auto

Tabulka číslo 10.1. Ukazatele společnosti AAA Auto

Ekonomické ukazatele společnosti AAA Auto		
Roky	2007	2008
Tržby v tisících EUR	470,058	364,273
Čistý zisk v tisících EUR	-4,783	-27,976
EPS – zisk na akcii	-0.07 EUR	-0.41 EUR
P/E ratio	-4.63	-0.79
P/BV	0.58	2.7
EBIT	90	-20,450
EBITDA	3,976	-15,189
ROA	-8%	-28%
ROE	-9%	-60%

10.5 Analýza společnosti AAA Auto

Pokud v období finanční krize hovoříme o negativním vlivu na kapitálové trhy, pak budeme v souvislosti se společností AAA Auto hovořit o katastrofě. Nejen že se společnost nepodařilo v roce 2008 překonat tržby z roku 2007 (z původních 470,058,000 EUR na 364,273,000 EUR v roce 2008), ale dokonce se přibližně šestkrát snížil čistý zisk, který se už v roce 2007 pohyboval v záporných položkách. Čistý zisk v roce 2007 nejvíce ovlivnily peněžní toky investiční a v roce 2008 peněžní toky finanční. Ukazatel EPS na tom není o mnoho lépe zjišťujeme i nadále výrazný pokles v kurzu cen akcií a to z původních -0.07 EUR na -0.41 EUR. Jinak tomu nebylo ani u ukazatele P/E ten se pomalinku přibližuje k nulové hodnotě (současná hodnota -0.81), ale ani to není pozitivní jev. Ukazatel EPS a kurz ceny akcie, ze kterých se P/E počítá, zatím nedisponují nijak přitažlivými ciframi.

Hlavním viníkem této situace je jak jinak finanční krize, která srazila veškeré dění, co se automobilů týče, na kolena. Takže slábnoucí prodej vozů má za následek neblahý projev na celkové tržby. Dalším krokem vedle se stala expanze do zahraničí a to do Maďarska. Je pravda, že tento trh představuje i nadále lákadlo pro společnost AAA Auto. A je docela možné, že v budoucnu z těchto zemí budou přicházet nemalé zisky za prodej vozů. Ale současné načasování expanze na tyto trhy bylo více než tragické. Úsilí vrcholového managementu se tedy začalo soustředit na domácí a slovenský trh. Kde předpokládají díky novým opatřením zlepšení současné situace. Bodem číslo jedna bude návrat k ziskovosti společnosti. Hlavní příležitost vidí v prodeji vozů po sezóně, protože zima patří na prodej

vozu k slabším měsícům. A i nadále společnost AAA Auto uvažuje nad expanzí na maďarský trh, tentokrát ale s mnohem větší opatrností.

Pro investory se mohou tyto akcie stát ve správný okamžik dobrou volbou pro zhodnocení finančních prostředků. Nicméně na růst tohoto akciového titulu si ještě chvíli počkáme. Osobně bych tyto akcie vyloučil z investičního portfolia, ale nepřestával bych sledovat vývoj ekonomických souvislostí společnosti AAA Auto a fundamentálních zpráv ovlivňující tento segment trhu.

11 ANALÝZA SPOLEČNOSTI ERSTE BANK

11.1 Obecné informace o společnosti Erste bank

Erste Group je jedním z největších poskytovatelů bankovních služeb ve střední Evropě. Tato skupina operuje jak v Rakousku, tak i v České republice, Maďarsku, Slovensku, Chorvatsku, Srbsku, Rumunsku nebo na Ukrajině. Mimo bankovní služby nabízí také investiční a poradenské služby. V současné době se stará o potřeby 17,2 milionů zákazníků. [22]

Základní údaje o společnosti:

Název společnosti:	Erste Bank
Adresa:	Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, 1010 Vídeň
IČO:	n.a.
Akcionáři:	Die Erste - Privatversicherung (30.5%) Austria Verein (5%)
ISIN	AT0000652011
Aktuální počet akcií:	317,012,000

[23]

11.2 Erste Group v roce 2008

Na začátku roku 2009 zveřejnila Erste Group své ekonomické výsledky za rok 2008. Hned prvním údajem byl čistý zisk. Čistý zisk poklesl o 26,8% na hodnotu 860 mil. Eur. Hlavní příčinou tohoto propadu byly výrazně horší výsledky dosažené za čtvrtý kvartál roku 2008. Kdy Erste vykázala ztrátu 603 mil. Eur. Největší podíl na ztrátě nesl odpis goodwillu bank soustředěných v západní Evropě v době finanční krize. Jmenovitě se jednalo o odpis goodwillu u ukrajinských, srbských a také částečně i u rumunských bankovních aktiv. Musíme ale dbát na fakt, že všechny tyto položky bychom měli zařadit do mimořádných nákladů a tímto způsobem pak přihlížet na posouzení čistého zisku. Negativní hodnotu čistého zisku neodčinil ani velmi dobrý provozní výsledek, který povyrostl o 13,1%. Celkově tedy na 7 mld. Eur. Jedinou ziskovou položkou, která jednoznačně zaručila růst Erste, byl čistý úrokový výnos. Ten za rok 2008 dosáhl 122,5 mld. Eur. Bohužel poplatky a marže nedosáhli takové úrovně, jakou předpokládali analytici, snad hůře na tom bylo obcho-

dování Erste s cennými papíry (-12,8% y/y) a investiční bankovníctví (-40% y/y), které na konec vedlo k velkému zklamání investorů. Na druhou stranu se náklady skupiny Erste vyvíjeli podle předem daných předpokladů. Ty dosáhli úrovně 4,0 mld. Kč za rok 2008. Tohoto výsledku skupina dosáhla jen kvůli úsporným opatřením, které Erste podnikla na konci roku 2008 (meziroční vzrůst o 1,7%). Díky těmto opatřením, tak Erste dosáhla svého cíle, zvýšit výsledek z provozní činnosti a to o 17,6%. Díky tomuto výsledku mohl klesnout i poměr mezi provozními náklady k výnosům. Položka, která ovlivnila výsledky Erste za rok 2008 a patrně asi i nadále v roce 2009 bude ovlivňovat, jsou náklady rizika. Erste ve svých predikcích naznačila, že náklady rizika dosáhnou průměrně hodnoty 90 bazických bodů. Díky následkům finanční krize, které jsou ještě nyní znatelné ve veškerém ekonomickém dění se skupina Erste rozhodla, že nebude zveřejňovat predikce vývoje na rok 2009. Bude tedy nutné, abychom sledovali jednotlivé výsledky za všechny čtyři kvartály a sami si analyzovali skupinu Erste. Stěžejní hodnotou tedy bude vývoj jejího zisku. Na závěr bych dodal, že další pozitivní informací, kterou Erste oznámila, je výše budoucí vyplacené dividendy. Ta bude vyšší, než byl původní předpoklad díky finanční výpomoci státu. Erste doufá, že navržená výše dividendy stabilizuje akciový kurz. [24]

11.3 Ekonomické ukazatele společnosti Erste bank

Tabulka číslo 11.1. Ukazatele společnosti Erste bank

<i>Ekonomické ukazatele skupiny Erste bank</i>		
Roky	2007	2008
Zisk před zdaněním	1,892,600,000 EUR	576,200,000 EUR
Čistý zisk v tis. Eur	1,174,700 EUR	859,600 EUR
EPS – zisk na akcii	3.76 EUR	2.72 EUR
P/E ratio	5.47	7.56
P/BV	0.76	0.81
ROA	0.6%	0.4%
ROE	14.6%	10.1%

11.4 Analýza společnosti Erste bank

Rok 2007 byl pro skupinu Erste velmi úspěšný, celkové čistý zisk dosáhl hodnoty 1175 mil. EUR. Na tomto výsledku se nejvíce podílely úrokové příjmy, poplatky a provize, jak

tomu obvykle v bankovním sektoru bývá. Ovšem v roce 2008 se projeví neblahé dopady finanční krize. Ty se nejvíce projeví v bankovních pobočkách v západní Evropě (odpis goodwillu bank na Ukrajině, Srbsku a Rumunsku). Další nákladovou položkou byly náklady rizika, které se dvakrát zdvojnásobily oproti roku 2007. Je tedy zřejmé, že finanční krize prověřila stabilitu této skupiny. Faktem zůstává, že se skupina Erste udržela při životě. I když při tom její akcie prodělaly 50% ztrátu.

V konečném hodnocení roku 2008 tedy odmítla skupina Erste jakkoliv predikovat další vývoj na rok 2009. Je tedy nezbytné sledovat průběžné analýzy čtvrtletního hospodaření, abychom byli schopni analyzovat chod této společnosti a její budoucí počínání. Již první kvartál roku 2009 přinesl velmi optimistická čísla. Čistý zisk dosáhl 232 mil. EUR, tento výsledek předčil očekávání trhu. Je ale nezbytné zmínit, že se o tyto čísla postarala výrazně nižší tvorba opravných položek na špatné úvěry a velmi dobré výsledky z obchodování na dluhopisovém a akciovém trhu. Nicméně spousta investorů předpokládá, že tyto položky nebudou dlouhodobě udržitelné. Co se týče čistých provozních výnosů, zaznamenaly meziroční nárůst o 4,8% (1,81 mld. EUR). Paradoxem zůstává ale fakt, že o většinu z tohoto nárůstu se postaral čistý výsledek z obchodování nikoliv však úrokový příjem (způsobeno nízkými úrokovými maržemi a malým objemem poskytnutých úvěrů) popřípadě poplatky, jak bychom předpokládali. Významnou položku v nákladech tvořily náklady na riziko, ty v 1Q 2009 dosáhly 117 bazických bodů. A není vyloučeno, že tento ukazatel v budoucnu vystoupá až na hodnotu 150. U provozních nákladů Erste zaznamenala ještě drobný nárůst vlivem pořízení nových IT technologií. Tento čin se vymyká cílu společnosti Erste na minimalizaci nákladových položek. Na konec analýzy bych ještě upozornil na pokles aktiv. Za tímto poklesem stojí stagnace poskytnutých úvěrů pro nefinanční sektor.

Zveřejněné výsledky jsou na první pohled optimističtější. Naopak by bylo dobré si uvědomit, že většina hlavních příjmových položek trošku zaostává za svým průměrem. A čistý zisk zachraňují mimořádné výnosy. Reakce trhu na informace z prvního kvartálu jsou přeci jen mírně pozitivní (růst o 3%).

ZÁVĚR

Opět bych se velmi rád vrátil k faktům, které vyplývají z makroekonomické analýzy České republiky. Jako první bych začal se situací ohledně HDP. Musím konstatovat, že v porovnání ostatními zeměmi světa si Česká republika nevedla až tak špatně. Bohužel ale i tak vykázal náš HDP prudký propad na konci roku 2008 v souvislosti s finanční krizí. Dalším negativem je meziroční pokles růstu HDP o 0,8%. Z těchto závěrů jsme schopni vyvodit důsledek, že bude ještě dlouho trvat, než se HDP alespoň trochu zotaví z následků krize. Další znepokojující zprávou bylo snížení refinančních sazeb ECB o 1,25p.b. Veškeré rozhodnutí ECB hraje významnou roli při rozhodování ČNB. Ta se v posledních měsících snaží taktéž o snížení úrokových sazeb. Aby tak zabránila působení nepříznivých vlivů inflace. Analytici tak předpokládají ustálení roční míry inflace v roce 2010 někde pod hranicí 2,0% což je v konečném důsledku uspokojivá hodnota. V konečném hodnocení bych současné makroekonomické podmínky označil spíše jako negativní. Domácnosti pozbytou přebytku volných finančních prostředků, které by mohly některé domácnosti dále investovat. Tím pádem i akciové společnosti pozbývají finančních prostředků, které lze využít na rozvoj společnosti. V rámci špatných makroekonomických ukazatelů se většina akciových společností vzdá rozvoje svých možností či expanze na jiné trhy a veškerou činnost bude soustředit na minimalizaci nákladů a úsporná opatření. Bude tedy ještě minimálně dva roky trvat, než se situace na kapitálových trzích opět stabilizuje. A tento trh připraví investorům nové možnosti.

Nyní ale zpět k našim akciovým titulům. Na základě sledování zpráv z medií a flash analýzám za rok 2008 a 1Q roku 2009, jsem dospěl k těmto závěrům. Jednoznačně bych do svého investičního portfolia zahrnul akcie společností ČEZ, Telefónica O2, Erste bank. Skupina ČEZ se i přes pokles ceny svých akcií, vypořádala s finanční krizí celkem obstojně. Účetní výkazy skupiny ČEZ se o mnoho nelišili od roku 2007. Další fakt, který jednoznačně vypovídá o stabilitě této společnosti, je to, že i v nepříznivých podmínkách je ČEZ schopen udržet svojí expanzivní politiku. Podobná situace jako u skupiny ČEZ nastala u společnosti Telefónica O2. Podle analytiků, patří tento akciový titul k jednoznačné klasice, která i období krize neztratila mnoho ze své „krávy“. A stala se tak dobrou možností pro investiční spekulace. Posledním akciovým titulem, pro který jsem se rozhodl je skupina Erste. Problémy kterým Erste v období krize čelila a stále musí čelit, způsobila pokles jejího kurzu téměř o 50%. V tomto poklesu vidím docela zajímavou příležitost k nemalým

finančním ziskům. V poslední době totiž akcie společnosti Erste vykazují celkem slušný růstový potenciál. Který by mohl leckterému investorovi přinést nemalý finanční obnos. V případě dalších akciových společností jako je AAA Auto a Unipetrol bych spíše volil vyčkávací strategii. Pečlivě bych analyzoval dění v rámci automobilového a ropného průmyslu a ve správný čas, bych se pokusil i z těchto akciových titulů získat alespoň nějaké finanční prostředky. Prozatím bych ale tyto akciové tituly ze svého portfolia přece jen vyloučil.

Na závěr by bylo dobré, poradit se s někým kdo dané problematice rozumí popřípadě se svým brokerem na téma diverzifikace portfolia. Rozdělení investic na několik částí v rámci našeho portfolia v závislosti na fundamentálních zprávách popřípadě růstových potenciálech atd. by mělo za následek eliminaci rizika plynoucí z investování.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] ELDER, A. Tradingem k bohatství. Tetčice : Impossible, s.r.o., 2006. 312 s. ISBN 80-239-7048-8.
- [2] ELDER, A. Vstupte do mé obchodní místnosti. Praha : Centrum finančního vzdělávání, s.r.o., 2008. 317 s. ISBN 978-80-903874-3-0.
- [3] KOHOUT, P. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 5. přepracované a rozšířené vydání. Praha : Grada Publishing, a.s., 2008. 288 s. ISBN 978-80-247-2559-8.
- [4] KOHOUT, P., Hlušek, M. Peníze výnosy rizika. 2. rozšířené vydání. Praha : Ekopress, s.r.o., 2002. 214 s. ISBN 80-86119-48-3.
- [5] REJNUŠ, O. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 2. vydání. Praha : Computer press., 2003. 257s. ISBN 80-7226-571-7.
- [6] VESELÁ, J. Burzy a burzovní obchody. Praha : VŠE v Praze- nakladatelství Oeconomica., 2005. 190 s. ISBN 80-245-0939-3.
- [7] VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha : ASPI, a.s., 2007. 704 s. ISBN 0-7357-297-4.
- [8] Wikipedia otevřená encyklopedie : Inlace [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Inlace>>.
- [9] ČEZ, a.s. : Profil společnosti [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/profil-spolecnosti/soucasnost.html>>.
- [10] Finanční skupina Atlantik : Akcie ČEZ [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.atlantik.cz/zpravodajstvi/akcie/cr-spad/cez/vseobecne-informace>>.
- [11] Cyrrus, a.s. : Analýza výsledků skupiny ČEZ za rok 2008 [online]. 2009 [cit. 2009-05-11] Dostupný z WWW: <<http://www.cyrrus.cz/zpravodajstvi/analyzy/cez-zmena-cilove-ceny>>.
- [12] Cyrrus, a.s. : HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY ZA 4Q2008 A FY 2008 [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.cyrrus.cz/uploads>>.
- [13] Unipetrol, a.s. : Profil společnosti [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.unipetrol.cz/cs/o-nas/historie/>>.

- [14] Finanční skupina Atlantik : Akcie Unipetrol [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.atlantik.cz/zpravodajstvi/akcie/cr-spad/uni-unipetrol/vseobecne-informace>>.
- [15] Cyrrus, a.s. : HOSPODAŘENÍ UNIPETROLU VE Q4 A FY 2008 [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW:<<http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF>>.
- [16] Telefónica O2 Czech Republic, a.s. : Profil společnosti [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW:<http://www.cz.o2.com/corporate/o_nas/profil_spolecnosti/index.html >.
- [17] Finanční skupina Atlantik : Akcie Telefónica O2 [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW:<<http://www.atlantik.cz/zpravodajstvi/akcie/crspad/telefonica-o2-cr/vseobecne-informace>>.
- [18] Cyrrus, a.s. : VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ TELEFÓNICA O2 ZA FY 2008 [online].2009 [cit.2009-05-11].Dostupný z WWW: <http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/FLASH_TELEFONICA_2008_4Q.pdf>.
- [19] AAA AUTO, a.s. : Profil společnosti [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www3.aaaauto.cz/cz/informace-o-aaa-auto-group/text.html?>>
- [20] Finanční skupina Atlantik : Akcie AAA AUTO [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.atlantik.cz/zpravodajstvi/akcie/cr-spad/aaa-auto/vseobecne-informace>>.
- [21] Cyrrus, a.s. : VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ AAA AUTO ZA ROK 2008 [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/flash_aaa_4q08.pdf>.
- [22] Erste Group Bank AG : Profil společnosti [online]. 2009[cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.erstegroup.com>>.
- [23] Finanční skupina Atlantik : Akcie Erste Bank [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.atlantik.cz/zpravodajstvi/akcie/cr-spad/eb-erste-bank/vseobecne-informace>>.
- [24] Cyrrus, a.s. : VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ ERSTE BANK ZA ROK 2008 [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/EB_Flash_4Q2008.pdf>.

- [25] Stránky oficiálního portálu pro podnikání.: Makroekonomická predikce České republiky duben 2009 [online]. 2009 [cit. 2009-05-11]. Dostupný z WWW: <http://www.businessinfo.cz/files/dokumenty/mfcr_mae_predikce_cr_duben09.pdf>.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

EBITDA Zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací.

EBIT Zisk před úroky a zdaněním.

EPS Zisk na akcii.

P/E Tržní cena/zisk.

ROE Rentabilita vlastního kapitálu.

ROA Rentabilita aktiv.

ČNB Česká národní banka.

HDP Hrubý domácí produkt.

HCPI Harmonizovaný index spotřebitelských cen.

VH Vnitřní hodnota.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1-1. Struktura trhu cenných papírů	13
Obrázek 6-1. Vývoj HDP	37

SEZNAM TABULEK

Tabulka číslo 6.1. Vývoj úrokových sazeb ČNB.....	38
Tabulka číslo 6.2. Vývoj inflace v ČR.....	40
Tabulka číslo 7.1. Ukazatele společnosti ČEZ	42
Tabulka číslo 8.1. Ukazatele společnosti Unipetrol.....	47
Tabulka číslo 9.1. Ukazatele společnosti Telefónica O2.....	50
Tabulka číslo 10.1. Ukazatele společnosti AAA Auto	54
Tabulka číslo 11.1. Ukazatele společnosti Erste bank.....	57

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Vývoj akciového kurzu skupiny ČEZ

Příloha P II: Vývoj akciového kurzu společnosti UNIPETROL

Příloha P III: Vývoj akciového kurzu společnosti TELEFÓNICA O2

Příloha P IV: Vývoj akciového kurzu společnosti AAA AUTO

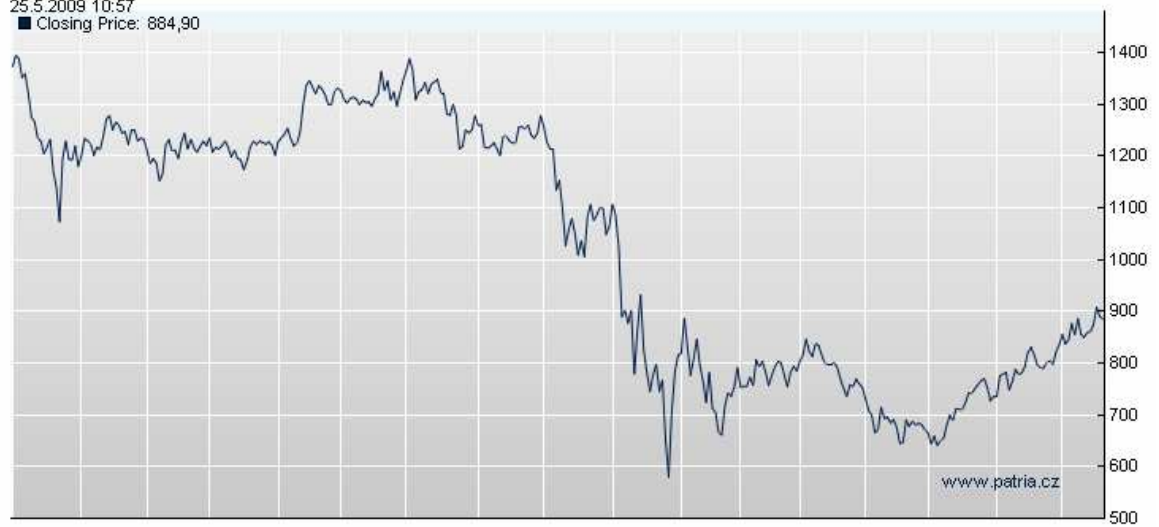
Příloha P V: Vývoj akciového kurzu společnosti ERSTE BANK

PŘÍLOHA PI: VÝVOJ AKCIOVÉHO KURZU SKUPINY ČEZ

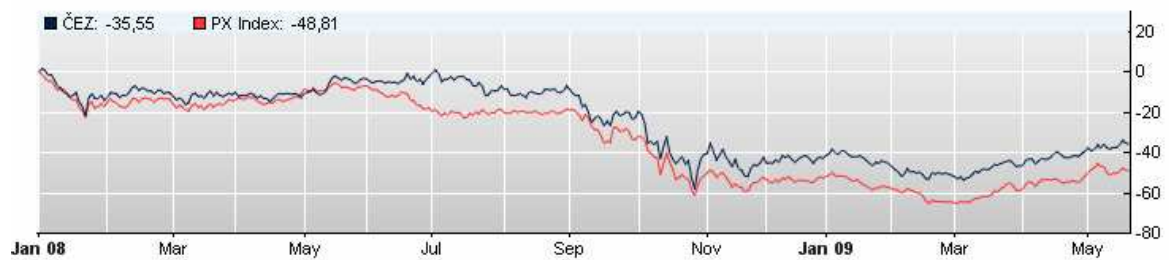
Titul - ČEZ

25.5.2009 10:57

■ Closing Price: 884,90



■ ČEZ: -35,55 ■ PX Index: -48,81

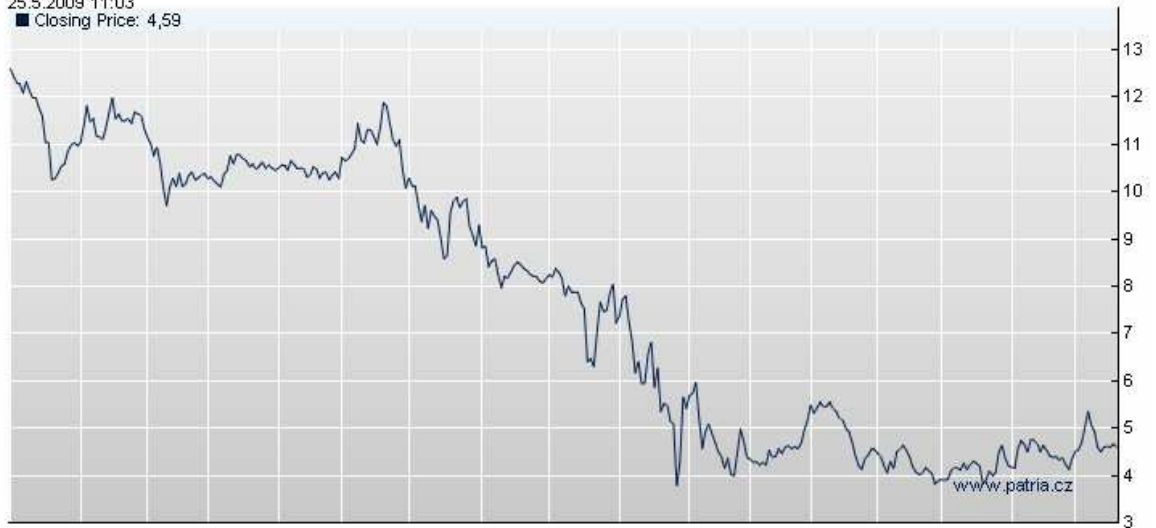


PŘÍLOHA P II: VÝVOJ AKCIOVÉHO KURZU SKUPINY**UNIPETROL**

Titul - UNIPETROL

25.5.2009 11:03

■ Closing Price: 4,59

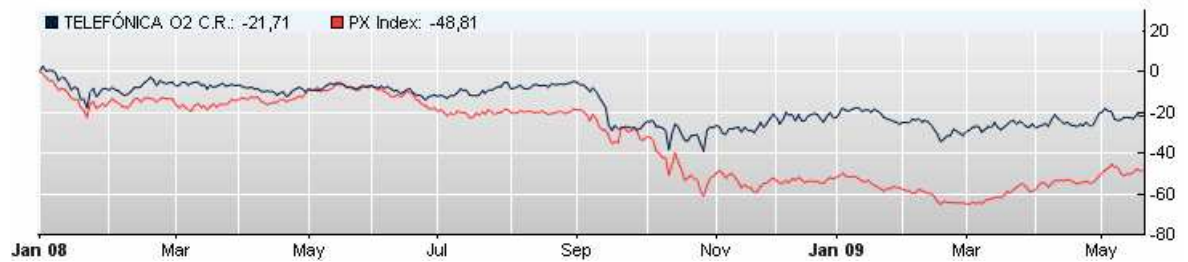
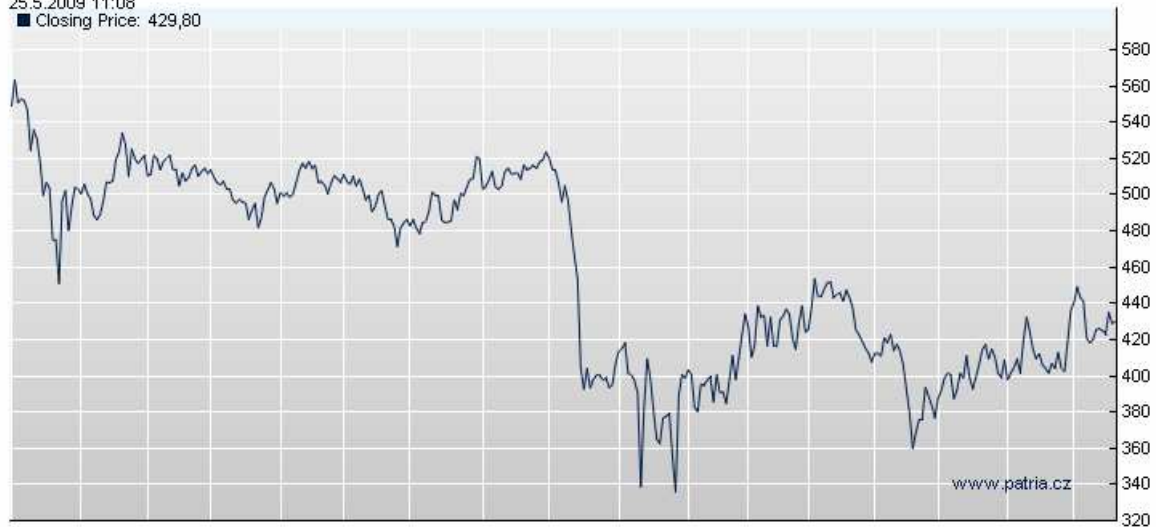


PŘÍLOHA P III: VÝVOJ AKCIOVÉHO KURZU SKUPINY TELEFÓNICA O2

Titul - TELEFÓNICA O2 C.R.

25.5.2009 11:08

■ Closing Price: 429,80

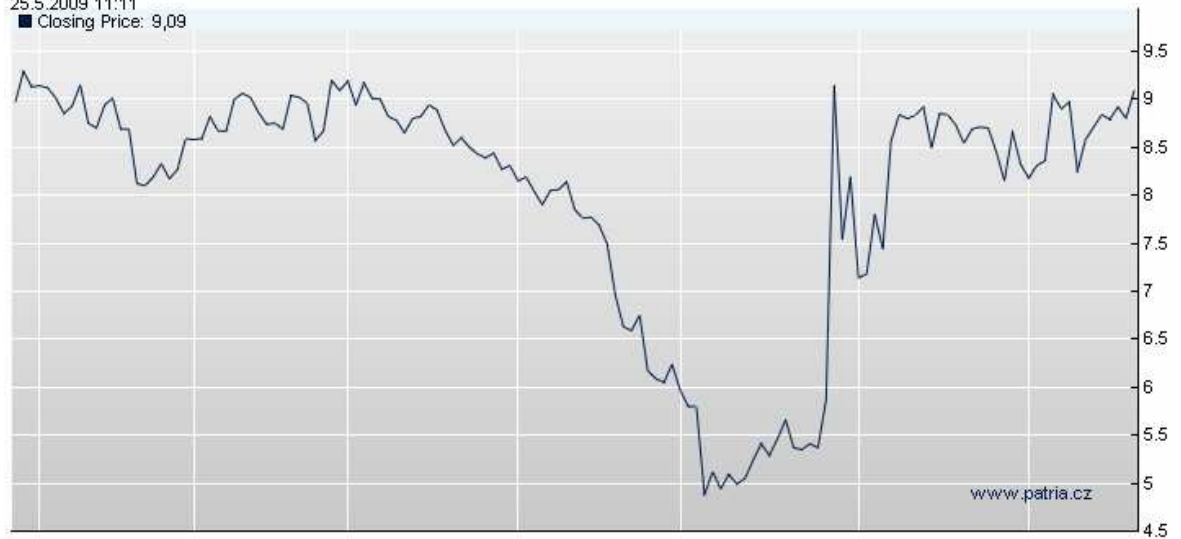


PŘÍLOHA P IV: VÝVOJ AKCIOVÉHO KURZU SKUPINY AAA AUTO

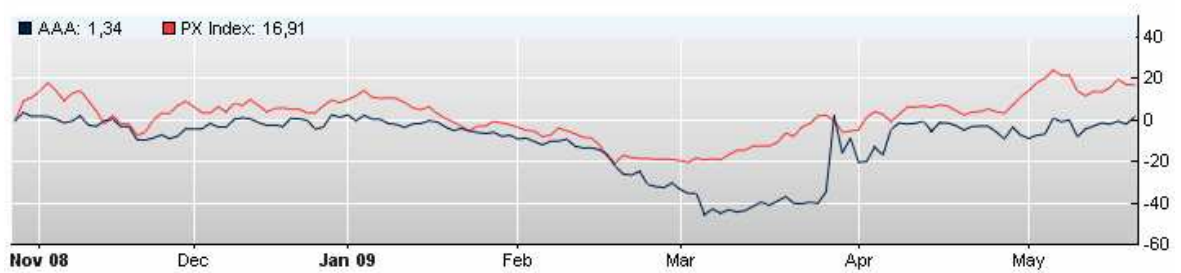
Titul - AAA

25.5.2009 11:11

■ Closing Price: 9,09



■ AAA: 1,34 ■ PX Index: 16,91



PŘÍLOHA P V: VÝVOJ AKCIOVÉHO KURZU SKUPINY ERSTE BANK

