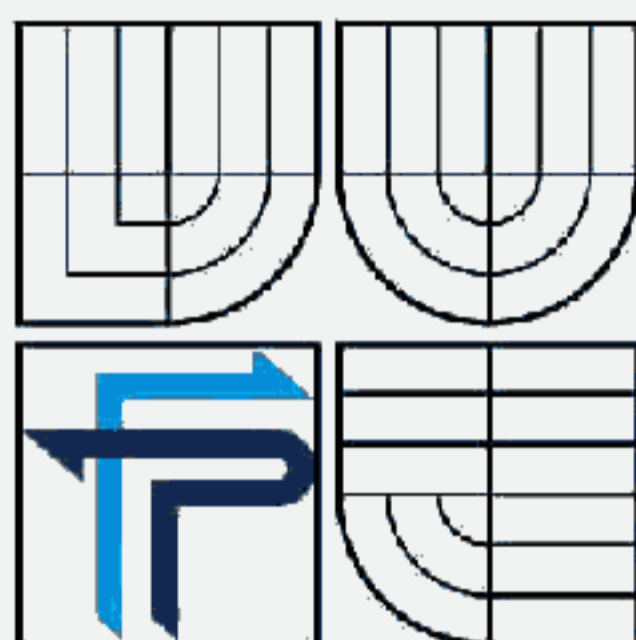


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
ÚSTAV EKONOMIKY (ÚE)  
FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT  
INSTITUTE OF ECONOMICS

# OPTIMALIZACE PORTFOLIA DROBNÉHO INVESTORA

SMALL INVESTOR PORTFOLIO OPTIMALIZATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE  
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE  
AUTHOR

Bc. TOMÁŠ RECHLÍK

VEDOUCÍ PRÁCE  
SUPERVISOR

doc. Ing. ZDENĚK SOJKA, CSc.

BRNO 2007

Vysoká škola: Vysoké učení technické v Brně

Akademický rok: 2006/2007

Fakulta: podnikatelská

Ústav: ekonomiky

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

**Bc. Tomáš Rechlík**

---

6208T090 - Podnikové finance a obchod

Ředitel ústavu v souladu se zákonem č. 111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů Vám zadává diplomovou práci s názvem:

**Optimalizace portfolia drobného investora**

**Small Investor Portfolio Optimization**

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos (efektivnost) návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

---

Podle § 60 zákona č. 121/2000 Sb. (autorský zákon) v platném znění, je tato práce "Školním dílem". Využití této práce se řídí právním režimem autorského zákona. Citace povoluje Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně. Podmínkou externího využití této práce je uzavření "Licenční smlouvy" dle autorského zákona.

Rozsah grafických prací: dle potřeby

Rozsah původní zprávy: cca 65 stran

Seznam odborné literatury:

BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. 4. vydání Praha: EAST Publishing, s.r.o. 1999. 971 s. ISBN 80-85605-24-4

JÍLEK, J.: Finanční trhy. 1. vydání Praha: Grada Publishing, spol. s r. o. 1997. 527 s. ISBN 80-7169-453-3

GLADIŠ, D.: Naučte se investovat. 1. vydání: Praha, Grada Publishing a.s. 2004. 155 s. ISBN 80-247-0709-8

MUSÍLEK, P.: Finanční trhy a investiční bankovníctví. 1. vydání: Praha, ETC Publishing 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6

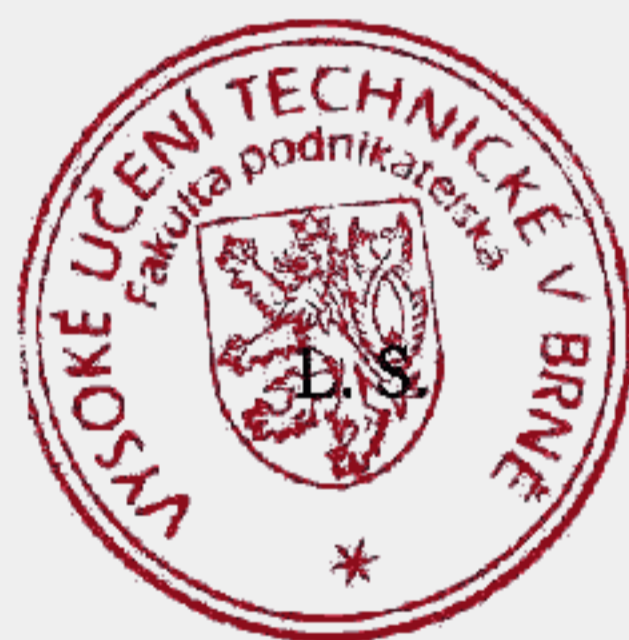
REJNUŠ, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vydání Praha: Computer Press 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7


MUSÍLEK, P.: Trhy cenných papírů. 1. vydání Praha, Ekopress, s.r.o. 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6

Vedoucí diplomové práce: Doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Datum zahájení diplomové práce: 28. dubna 2006

Datum odevzdání diplomové práce: 25. května 2007



  
Doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D  
Ředitelka ústavu

  
Doc. Ing. Miloš Koch, CSc.  
Děkan

V Brně dne: 23. března 2007

# LICENČNÍ SMLOUVA POSKYTOVANÁ K VÝKONU PRÁVA UŽÍT ŠKOLNÍ DÍLO

uzavřená mezi smluvními stranami:

## 1. Pan/paní

Jméno a příjmení: Tomáš Rechlík

Bytem: Tuřanské náměstí 2, 62000, Brno

Narozen/a (datum a místo): 12.října 1982 v Brně

(dále jen „autor“)

a

## 2. Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská

se sídlem Kolejní 2906/4, 612 00, Brno

jejímž jménem jedná na základě písemného pověření děkanem fakulty:

Doc. Ing. Alena Koemanová, Ph.D., ředitelka Ústavu ekonomiky

(dále jen „nabyvatel“)

## Čl. 1

### Specifikace školního díla

1. Předmětem této smlouvy je vysokoškolská kvalifikační práce (VŠKP):

- disertační práce
  - diplomová práce
  - bakalářská práce
  - jiná práce, jejíž druh je specifikován jako .....
- (dále jen VŠKP nebo dílo)

Název VŠKP: Optimalizace portfolia drobného investora

Vedoucí/ školitel VŠKP: Doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Ústav: ÚSTAV EKONOMIKY

Datum obhajoby VŠKP: červen 2007

VŠKP odevzdal autor nabyvateli v\*:

- tištěné formě – počet exemplářů 1
- elektronické formě – počet exemplářů 1

---

\* hodíci se zaškrtněte

2. Autor prohlašuje, že vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností dílo shora popsané a specifikované. Autor dále prohlašuje, že při zpracovávání díla se sám nedostal do rozporu s autorským zákonem a předpisy souvisejícími a že je dílo dílem původním.
3. Dílo je chráněno jako dílo dle autorského zákona v platném znění.
4. Autor potvrzuje, že listinná a elektronická verze díla je identická.

## **Článek 2**

### **Udělení licenčního oprávnění**

1. Autor touto smlouvou poskytuje nabyvateli oprávnění (licenci) k výkonu práva uvedené dílo nevýdělečně užít, archivovat a zpřístupnit ke studijním, výukovým a výzkumným účelům včetně pořizování výpisů, opisů a rozmnoženin.
2. Licence je poskytována celosvětově, pro celou dobu trvání autorských a majetkových práv k dílu.
3. Autor souhlasí se zveřejněním díla v databázi přístupné v mezinárodní síti
  - ihned po uzavření této smlouvy
  - 1 rok po uzavření této smlouvy
  - 3 roky po uzavření této smlouvy
  - 5 let po uzavření této smlouvy
  - 10 let po uzavření této smlouvy(z důvodu utajení v něm obsažených informací)
4. Nevýdělečné zveřejňování díla nabyvatelem v souladu s ustanovením § 47b zákona č. 111/1998 Sb., v platném znění, nevyžaduje licenci a nabyvatel je k němu povinen a oprávněn ze zákona.

## **Článek 3**

### **Závěrečná ustanovení**

1. Smlouva je sepsána ve třech vyhotoveních s platností originálu, přičemž po jednom vyhotovení obdrží autor a nabyvatel, další vyhotovení je vloženo do VŠKP.
2. Vztahy mezi smluvními stranami vzniklé a neupravené touto smlouvou se řídí autorským zákonem, občanským zákoníkem, vysokoškolským zákonem, zákonem o archivnictví, v platném znění a popř. dalšími právními předpisy.
3. Licenční smlouva byla uzavřena na základě svobodné a pravé vůle smluvních stran, s plným porozuměním jejímu textu i důsledkům, nikoliv v tísní a za nápadně nevýhodných podmínek.
4. Licenční smlouva nabývá platnosti a účinnosti dnem jejího podpisu oběma smluvními stranami.

V Brně dne: .....

.....  
Nabyvatel

.....  
Autor

## **Anotace**

Tato diplomová práce se zabývá návrhem portfolia cenných papírů drobného českého soukromého investora. Portfolio je sestaveno z akcií ze systému SPAD Burzy cenných papírů Praha s předpokládaným investičním horizontem čtyři roky. Hlavním použitým nástrojem je fundamentální analýza.

## **Klíčová slova**

portfolio, optimalizace, drobný investor, cenné papíry, akcie

## **Annotation**

This diploma thesis deals with a security portfolio creation for a small Czech private investor. The portfolio is composed of shares from the SPAD system on Prague Stock Exchange with an expected investment horizon of four years. The most important used tool is the fundamental analysis.

## **Keywords**

portfolio, optimization, small investor, securities, shares

RECHLÍK, T. *Optimalizace portfolia drobného investora*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2007. 98 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a že jsem v práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. O právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně, dne 23. května 2007

.....

podpis

# OBSAH

<b>ÚVOD.....</b>	<b>10</b>
Vymezení problému a cíle práce .....	10
<b>1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE.....</b>	<b>12</b>
1.1 Aktiva a portfolio.....	12
1.2 Druhy cenných papírů.....	12
1.3 Východiska pro sestavení portfolia.....	13
1.4 Vlastnosti trhu s cennými papíry .....	13
1.5 Teorie efektivního trhu .....	13
1.6 Moderní teorie portfolia.....	14
1.7 Model jednoho indexu .....	17
1.8 Behaviorální teorie financí.....	18
1.8.1 Neracionální chování.....	20
1.8.2 Nedokonalá arbitráž .....	22
1.9 Analýza cenných papírů.....	24
1.9.1 Fundamentální analýza.....	24
1.9.2 Model diskontovaných dividend.....	31
1.9.3 Ziskové modely.....	31
1.9.4 Bilanční modely .....	33
1.9.5 Finanční analýza.....	34
1.9.6 Technická analýza.....	35
1.10 Souhrn poznatků .....	36
<b>2 ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÉ SITUACE .....</b>	<b>39</b>
2.1 Teoretické předpoklady a použité metody.....	39
2.2 Analýza emitentů cenných papírů.....	39
2.3 Očekávaný hospodářský vývoj .....	40
2.4 Analýza akciových společností.....	43

2.4.1 CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES.....	43
2.4.2 ČEZ, a.s. ....	47
2.4.3 ECM REAL INVESTMENTS.....	53
2.4.4 ERSTE BANK.....	56
2.4.5 Komerční banka.....	60
2.4.6 ORCO PROPERTY GROUP .....	65
2.4.7 PEGAS NONWOVENS.....	68
2.4.8 Philip Morris Česká republika .....	71
2.4.9 Telefonica O2 Czech Republic.....	75
2.4.10 Unipetrol.....	79
2.4.11 Zentiva N.V. ....	83
2.5 Vlastní návrh řešení, efektivnost návrhu řešení.....	87
<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>90</b>
<b>Seznam použitých zdrojů.....</b>	<b>93</b>
<b>Seznam zkratk.....</b>	<b>95</b>
<b>Seznam příloh.....</b>	<b>96</b>
<b>Příloha č.1: Přidělení bodů podle ukazatelů P/E a P/BV .....</b>	<b>97</b>
<b>Příloha č.2: Přidělení bodů podle <math>\beta</math> koeficientů.....</b>	<b>98</b>

# ÚVOD

Investování je nedílnou součástí každé společnosti, kde dochází ke směně zboží a služeb. Majetek, který nezbytně nepotřebujeme, můžeme směnit za cokoli jiného. A vzhledem k tomu, že hodnota majetku se v čase mění, můžeme po nějakém čase při zpětné výměně dostat více či méně. Nezáleží vůbec na tom, zda směňujeme obilí, zlato či peníze za pazourkový nůž, tulipány nebo cenné papíry. Investujeme téměř všichni a téměř pořád. A pokud neinvestujeme přímo my, udělají to za nás jiní. Sjednáme-li si pojištění, vložíme-li peníze do banky nebo spoříme-li si na příspěvek k důchodu, je jisté, že alespoň část těchto peněz bude směněna za dluhopisy a akcie a možná se přesune na opačný konec světa, kde se stane předmětem obchodu milionů investorů.

V současnosti je nabídka investičních nástrojů široká a možnosti se zdají skoro neomezené. Naprostá většina investičních nástrojů je však založena na nákupu cenných papírů, nejčastěji akcií a dluhopisů. V dnešní době je tedy pro všechny velmi užitečné investování rozumět, aby si každý člověk mohl při investování nebo uzavírání finančních či pojistných smluv udělat vlastní názor a nemusel se spoléhat na rady těch, kteří tyto produkty nabízejí.

## Vymezení problému a cíle práce

Tato práce navrhuje portfolio pro konkrétní typ investora, který si chce portfolio sám vytvořit a spravovat. Je to soukromý český investor se střednědobým investičním horizontem, který se chystá portfolio prodat za čtyři roky. Je připraven podstoupit poměrně vysoké riziko a maximální ztráta, kterou je ochoten akceptovat, je 30% hodnoty jeho portfolio, má tedy agresivní investiční strategii. Tento investor nechce portfolio příliš často obměňovat a předpokládá, že uskuteční za celou dobu trvání jeho investice jen několik dalších nákupních nebo prodejních rozhodnutí. Bude však portfolio pravidelně sledovat a další rozhodnutí učiní na základě vlastní úvahy. Částka, kterou chce pro investování použít, je pět milionů korun. Základní přístup, který k výběru akcií má, je hodnotová filozofie – chce aktiva i ziskovost společností koupit za „rozumné“ peníze.

Tato práce sestavuje portfolio pouze z akcií, které jsou obchodovány v systému SPAD na Burze cenných papírů Praha. Toto zaměření je dáno tím, že investor, pro něhož je toto portfolio vytvářeno, chce investovat v českých korunách, aby se vyhnul

měnovému riziku. A dále chce eliminovat možnost, že by kurz některé akcie mohl být jednorázově ovlivněn jedním velkým investorem, což je u akcií v systému SPAD méně pravděpodobné. Portfolio je sestavováno pouze pomocí nákupu akcií, možné prodeje akcií nakrátko nejsou uvažovány.

Čtyřletý investiční horizont není dost dlouhý na to, aby bylo možné s absolutní jistotou říci, že portfolio má být složeno výhradně z akcií. Přímý nákup dluhopisů je ovšem pro drobného investora z důvodu velkých minimálních nákupů zcela nedostupný a jedinou možností by bylo nutno nakoupit dluhopisy prostřednictvím nějakého dluhopisového fondu. Otázkou zařazení dluhopisů do portfolio a případným výběrem dluhopisového fondu se však tato práce nezabývá.

Teoretická část této práce je zaměřena především na metody, které jsou pro sestavení portfolio použity, proto jsou některé teoretické poznatky uvedeny jen v základních rysech.

Cílem této práce je navrhnout portfolio, které investorovi přinese na konci investičního horizontu vyšší výnos, než jaký by za stejnou dobu poskytla investice do akciového indexu pražské burzy PX.

# 1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

## 1.1 Aktiva a portfolio

Portfolio cenných papírů představuje pro investory prostředek, jehož prostřednictvím lze dosáhnout zisku ze svých úspor, případně se ochránit před vlivy znehodnocujícími bohatství, jako je inflace. Portfolio může být tvořeno různými aktivy, která mají různé vlastnosti z hlediska uchování a změny hodnoty, resp. tržní ceny. Aktivum v portfoliu může nabývat velmi různých podob. V zásadě můžeme za aktivum považovat prakticky jakýkoli majetek. V praxi lze tedy v portfoliu investorů nalézt od hotových peněz přes nejrůznější finanční instrumenty, komodity, jako zlato nebo káva, přes umělecká díla až po lahve kvalitních vín. Aktiva použitelná pro vytváření portfolií lze podle jejich povahy dělit do několika základních skupin:

První skupinu tvoří **aktiva hmotná**. Představuje je hmotný majetek, který lze dále podle jeho charakteru rozlišovat na movitý a nemovitý. Druhou skupinu tvoří **aktiva nehmotná**, mezi která můžeme zařadit například duševní vlastnictví, goodwill, datové soubory nebo programové vybavení. Třetí skupina aktiv jsou **aktiva finanční**, tj. peníze ve všech svých formách a cenné papíry.

Finanční aktiva mají mezi všemi aktivy, která připadají do úvahy při vytváření portfolií, zcela vyjímečnou pozici, protože mají vlastnosti, které jsou pro obchodování s nimi velmi vhodné. Jsou totiž z velmi velké části **standardizovaná**, velmi snadno **transportovatelná** a vzájemně **směnitelná**. Tyto výhody jsou hlavním důvodem, proč portfolia složená z finančních aktiv jsou zdaleka nejčastější.

## 1.2 Druhy cenných papírů

Sestavujeme-li portfolio, můžeme použít cenné papíry v zásadě jakéhokoli druhu, tzn. **majtkové**, **dluhové** nebo **nárokové**. Majetkové cenné papíry dávají svému majiteli právo na podíl na majetku a obvykle též právo na jeho spravování a výnosy z něj. Příkladem tohoto typu cenných papírů jsou akcie. Dluhové cenné papíry dávají svému majiteli právo na splácení dlužné částky, jež je uvedena na cenném papíru. Reprezentanty tohoto typu jsou dluhopisy. Třetí skupina, nárokové cenné papíry, znamenají pro svého majitele právo na určité plnění, což jsou například opce.

### 1.3 Východiska pro sestavení portfolia

Teorie portfolia cenných papírů je poměrně dobře propracována a bylo již publikováno mnoho prací zabývajících se sestavením portfolia. Problém je však v tom, že všeobecně uznávaných teoretických poznatků je relativně velmi málo, a v praxi žádná z teorií plně neobstojí.

Základním východiskem, na kterém se teoretici shodují, je obecné rozlišení tří základních vlastností aktiva v portfoliu a vztahů mezi nimi. U každého aktiva nebo portfolia aktiv rozlišujeme jeho **výnos**, **riziko** a **likviditu**. Kvalitativně se portfolia posuzují podle toho, jak „dobré“ je portfolio z hlediska těchto tří kritérií. Portfolio je tím „lepší“, čím je jeho výnos vyšší, čím je jeho riziko nižší a čím je jeho likvidita vyšší. Teoreticky se tedy při sestavování portfolia snažíme nalézt to, které má co možná nejvyšší výnos a likviditu a co možná nejnižší riziko. V praxi jsou ovšem tyto tři faktory vzájemně protichůdné. Roste-li výnos, roste také riziko a případně klesá likvidita. Klesá-li riziko, klesá výnos, případně klesá i likvidita. A konečně roste-li likvidita, klesá výnos, případně roste i riziko. Jakékoli portfolio je kompromisem mezi uvedenými vlastnostmi a obecně nelze portfolia s různými kombinacemi těchto složek posuzovat jako horší nebo lepší. Každému investorovi může podle jeho povahy a potřeb vyhovovat jiné portfolio.

### 1.4 Vlastnosti trhu s cennými papíry

Na rozdíl od obecného vztahu výnosu, rizika a likvidity jsou mezi teoriemi o trzích s cennými papíry velké rozdíly. **Naprosto zásadní je otázka, zda jsou trhy cenných papírů efektivní či nikoli, resp. do jaké míry.**

Od odpovědi na tuto fundamentální otázku se dále odvíjejí zcela rozdílné přístupy k tomu, jak sestavit portfolio cenných papírů.

### 1.5 Teorie efektivního trhu

Teorie, která je vystavena na základě předpokladu efektivnosti trhů se nazývá **teorie efektivního trhu**. Předpoklady této teorie popisuje literatura následovně:

„Teoretický základ teorie efektivního trhu spočívá na třech základních argumentech. Za prvé, o investorech se předpokládá, že jsou racionální a že racionálně oceňují cenné papíry. Za druhé, pokud vůbec existují i iracionální investoři, jejich

transakce jsou náhodné a navzájem se vyruší. Za třetí, v případě, že by iracionální investoři byli iracionální navzájem podobným způsobem, jejich vliv je vyvážen racionálními účastníky trhu provádějícími arbitráž a tím se eliminuje vliv iracionálních investorů na ceny.<sup>1</sup>

Dále tato teorie předpokládá, že racionální investoři berou do úvahy bezprostředně všechny informace, které se o tom kterém cenném papíru objeví, a okamžitě je zohlední v ocenění. Racionální investoři určují cenu tak, že diskontují budoucí hotovostní toky dané investice s použitím diskontní sazby, která odpovídá výši rizika investice. Tak se dostanou k vnitřní hodnotě daného cenného papíru a při obdržení nových informací okamžitě úměrně k jejich charakteru cenu upraví.

Aby mohl takto trh fungovat, musí být tedy efektivní ze tří různých hledisek zároveň. Prvním je **informační efektivnost**, která znamená, že kurzy na trhu přesně odraží hodnotu daného cenného papíru v každém okamžiku. Dále je to **efektivnost alokační**, která předpokládá, že trh má možnost ovlivnit použití prostředků, které jsou pro emitenta cenného papíru dostupné, aby byly investovány efektivně. Třetí hledisko je **operační efektivnost**, která umožňuje investorům provádět bez omezení operace na trhu. Operační efektivita je nepřímo úměrná rozdílu mezi nákupním a prodejním kurzem a výši transakčních poplatků.

V praxi lze vytvořit téměř neomezený počet různých portfolií. Můžeme totiž vybírat z mnoha cenných papírů a můžeme se libovolně rozhodnout, jak silné zastoupení v našem portfoliu ten který cenný papír bude mít. Za předpokladu, že likvidita jednotlivých cenných papírů v portfoliu je zaručena tím, že jsou obchodovány na organizovaném trhu, je nutné optimalizovat portfolio z hlediska rizika a očekávaného výnosu.

## 1.6 Moderní teorie portfolia

Prvním, kdo tento problém teoreticky zpracoval, byl Henry Markowitz, který v roce 1952 ukázal, že lze vytvořit tzv. **efektivní hranici portfolií**, ze které by měl každý racionální investor vždy vybírat. V úvahu investorovi teoreticky připadají všechna portfolia, která lze na základě cenných papírů dostupných na trhu vytvořit.

---

<sup>1</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2004. 156 s. ISBN 80-247-0709-8.

Zhodnotíme-li však portfolia z hlediska volatility a očekávaného výnosu, budeme vždy upřednostňovat ta, která mají při dané velikosti volatility vyšší očekávaný výnos, resp. při daném očekávaném výnosu nižší volatilitu.

Efektivní hranice portfolií leží na okraji množiny všech dostupných portfolií. Pro každé efektivní portfolio platí, že nelze nalézt žádné jiné, které by mělo při zachování druhého parametru vyšší očekávaný výnos nebo nižší volatilitu.

Na teorii Henryho Markowitze navázal v roce 1958 **James Tobin**, který představil teorii, že je možné sestavit portfolio s ještě lepšími vlastnostmi než mají portfolia ležící na efektivní hranici portfolií. Moderní teorie portfolia navrhuje kombinovat portfolio z této hranice s nějakým bezrizikovým aktivem, jehož nákup se uskuteční za vypůjčené peníze. Jestliže se v portfoliu objeví jakékoli bezrizikové aktivum, pak je pro zachování dosavadního rizika portfolia jako celku možné stávající portfolio sestavit jako více rizikové a v souhrnu tedy získat vyšší výnos s původním rizikem. Tento princip je však možné uplatnit i obráceně. Investor se může rozhodnout, že část peněz, které chce investovat, použije na nákup bezrizikového aktiva a vytvoří tak portfolio, které bude méně rizikové. Kombinace rizika a výnosu efektivních portfolií dle této teorie představují kapitálovou přímkou trhu.

Další důležitou částí moderní teorie portfolia je **diverzifikace**. Skutečnost, že je pro investora velmi rozumné vytvořit portfolio z více než jen z jedné či dvou akcií, patřila již dlouhou dobu před touto teorií k všeobecně přijímaným investorským zásadám. Ovšem až Henry Markowitz správnost tohoto přístupu také teoreticky zdůvodnil. S pomocí statistických metod lze ukázat, že zařazení dalšího cenného papíru do neoptimálního portfolia může snížit jeho volatilitu a současně zvýšit očekávaný výnos. Postupným přidáváním dalších a dalších cenných papírů do portfolia lze zlepšovat jeho vlastnosti. Ovšem čím více cenných papírů v portfoliu je, tím menší je přínos zařazení dalších cenných papírů. Takto lze teoreticky dospět až k tomu, že již všechny dostupné cenné papíry jsou v portfoliu zařazeny v objemech poměrných k jejich zastoupení na trhu. Investor by tak postupnými optimalizačními kroky šel čím dál tím blíže k tržnímu portfoliu až by jej nakonec získal.

Každý krok tohoto procesu ovšem předpokládá, že lze vždy nalézt nějaký cenný papír, který není se stávajícím portfoliem ani se žádným z cenných papírů v něm již

obsažených zcela korelován. Jedině tak může mít zařazení dalšího cenného papíru na portfolio příznivý vliv.

Dokonalou diverzifikací portfolia lze za předpokladu, že jsou na trhu i s trhem záporně korelované cenné papíry, úplně odstranit jedinečné riziko, které je spojeno s tím kterým cenným papírem. Co však ani diverzifikace odstranit nedokáže, je systematické riziko spojené s prostředím, kde emitenti cenných papírů působí, tj. např. riziko inflace, ekonomického poklesu, vyčerpání přírodních zdrojů nebo politické riziko.

Pokud by teorie efektivního trhu platila a pokud bychom doporučili investorovi moderní teorii portfolia, vplynuly by pro praxi tři základní poznatky. Prvním by byla skutečnost, že trh je efektivní a v důsledku toho nemůže žádný investor dlouhodobě dosahovat vyššího než tržního výnosu. Dále bychom uvažovali, že měříme-li riziko cenného papíru, chápeme je jako pravděpodobnost, že nedosáhneme očekávaného výnosu. V praxi se tedy snažíme riziko určit nebo posoudit na základě změny volatility daného portfolia poté, co do něj cenný papír vložíme. Pod pojmem riziko tedy nechápeme běžný význam jako pravděpodobnost ztráty plynoucí z dané investice. Třetím poznatek je, že naprosto nejlepší strategií, jak vytvářet portfolio, je co možná nejlépe se snažit kopírovat trh. To v ideálním případě znamená vlastnit portfolio, ve kterém jsou jednotlivé cenné papíry zastoupeny ve stejném poměru jako v co nejširší části trhu (což je obvykle tržní index), a toto portfolio kombinovat s nějakým bezrizikovým aktivem tak, aby výsledkem bylo portfolio, které přesně odpovídá představě investora o riziku a výnosu.

Do důsledku vzato tyto teorie nabádají investory ke zcela pasivnímu přístupu k investování. Podle nich je pravděpodobnost, že se podaří nalézt podhodnocený cenný papír 50%, a proto jsou všechny snahy o cílený výběr a vybudování portfolia zcela marné a jediným jejich důsledkem je zvýšení nákladů na správu portfolia bez jakéhokoli dalšího vlivu na jeho výnos. Tyto důsledky jsou velmi závažné a velmi omezují kreativitu těch, kdo portfolia vytvářejí. Správci portfolií by podle této teorie měli provádět pouze kombinaci tržního portfolia a bezrizikových aktiv na základě přání klientů, tj. provádět de facto jen jakousi administrativní činnost.

Je zcela pochopitelné, že důsledky těchto teorií jsou považovány za velmi radikální, a tudíž má tato teorie mnoho odpůrců. Její zastánci však argumentují tím, že

Lze v praxi pozorovat to, že většina portfolií, jejichž vlastníci nebo manažeři je příliš aktivně spravují, dosahuje nižších výnosů než jsou výnosy celého trhu.

Odpůrci teorie efektivních trhů a moderní teorie portfolia mohou ale také na reálných trzích nalézt mnoho argumentů, které jsou v rozporu s předpoklady těchto teorií. Nepříliš vědecká, ovšem zcela přirozená je námitka, zda je vůbec představitelné, aby správci portfolií vyznávající tu filozofii, že nemá cenu jakkoli se namáhat a veškerá snaha je principiálně odsouzena k vyznění naprázdno, mohou sestavovat portfolia, jejichž výnos bude stejný nebo dokonce vyšší než výnos portfolií sestavených správci, kteří věnují velké úsilí tomu, aby vybrali ty „nejlepší“ cenné papíry. Domněnka, že jejich výsledky budou vždy v průměru stejné, se při srovnání s jakýmkoli jiným druhem lidské činnosti jen těžko přijímá. Argumenty vyvracející teorii efektivního trhu jsou však odpozorovatelné z reálných trhů i teoreticky zdůvodnitelné. Nelze samozřejmě na jejich základě s jistotou konstatovat, že celá teorie efektivních trhů je mylná, lze však v mnoha ohledech ukázat, že rozpory se skutečností jsou příliš velké nato, abychom je mohli přehlédnout.

## 1.7 Model jednoho indexu

Další krok v rozvoji investiční teorie učinil v roce 1963 William Sharpe, který zkoumal závislost výnosu jednotlivých cenných papírů a celého trhu. Výsledkem jeho práce byl model jednoho indexu, který předpokládá, že kurzy cenných papírů jsou do určité míry ovlivněny celkovým vývojem trhu.

Podle tohoto modelu je výnos cenných papírů částečně lineárně závislý na výnosu celého trhu, současně se však z části pohybuje na trhu nezávisle. Model počítá výnos cenného papíru jako součet  $\alpha$  koeficientu a součinu výnosu celého trhu a  $\beta$  koeficientu.  $\alpha$  koeficient vyjadřuje část výnosu cenného papíru, která je nezávislá na vývoji trhu, zatímco  $\beta$  koeficient udává, jak velký vliv má pohyb trhu. Za předpokladu, že  $\alpha$  koeficient je konstantní, můžeme rozdělit cenné papíry podle hodnoty jejich  $\beta$  koeficientu do čtyř skupin. Kurz cenných papírů, jejichž  $\beta$  koeficient je záporný, se vyvíjí opačným směrem než celý trh. Při růstu trhu se kurzy takových cenných papírů snižují a naopak. Cenné papíry, které mají  $\beta$  koeficient kladný, ale menší než 1, se vyvíjejí stejným směrem jako celý trh, ale pomaleji. Růsty i poklesy jejich kurzů jsou vždy menší než je růst nebo pokles celého trhu. Cenné papíry s  $\beta$  koeficientem rovným

I přesně kopírují vývoj trhu. Cenné papíry, jejichž  $\beta$  koeficient je vyšší než 1, také sledují vývoj trhu, ale jejich výnosy jsou vždy vyšší než jsou výnosy trhu. I zde samozřejmě platí předpoklad, že  $\alpha$  koeficient je konstantní, resp. jej nebereme v úvahu.

V situaci, kdy dokážeme předvídat vývoj celého trhu, můžeme při sestavování portfolia tento model využít. Za předpokladu, že dojde velmi pravděpodobně k pohybu trhu určitým směrem, můžeme posoudit cenné papíry, které chceme do portfolia zařadit, pomocí  $\beta$  koeficientů. Při růstu trhu je výhodnější do portfolia zařadit cenné papíry s vyššími  $\beta$  koeficienty, protože takové cenné papíry přinesou ještě vyšší výnosy než celý trh. Naopak při předpokládaném poklesu trhu zařadíme do portfolia cenné papíry se zápornými, nebo alespoň velmi malými, hodnotami  $\beta$  koeficientů, abychom i v době poklesu trhu dosáhli kladných výnosů, nebo alespoň minimalizovali ztráty.

$\beta$  koeficient lze vypočítat na základě údajů o pohybech cenného papíru a celého trhu.  $\beta$  koeficient je roven podílu kovariance výnosů daného cenného papíru a výnosů celého trhu a rozptylu výnosů celého trhu.

## 1.8 Behaviorální teorie financí

Jako protiváha teorii efektivních trhů se už přes čtvrtstoletí vyvíjí behaviorální teorie financí. Ta se nesnaží pochopit trhy na základě teoretických představ o jejich fungování, ale spíše na základě skutečného chování investorů na reálných trzích. Vyvrací také základní předpoklady, na nichž je vystavena teorie efektivních trhů.

Behaviorální teorie financí se opírá o skutečné chování kapitálových trhů, které je zjevně často neracionální. Existují například cenné papíry, které mají po delší dobu na různých trzích jinou cenu. Vyskytují se velké výkyvy v kurzech, které vznikají z nepochopitelných příčin v době, kdy se o cenném papíru neobjeví žádná pro investory důležitá informace.

Proti teorii efektivních trhů rovněž hovoří, že existuje nezanedbatelné množství investorů, kterým se systematicky daří dosahovat větších výnosů než jsou výnosy trhu. Přitom by podle teorie efektivních trhů měli tito investoři dříve či později po dosažení vyšších než tržních výnosů realizovat výnosy nižší než tržní, aby se jejich průměrný výnos rovnal průměrnému výnosu celého trhu.

„Jeden z nejpřesvědčivějších argumentů odporujících efektivnímu trhu leží v investičních výnosech dosahovaných mnohými investory vycházejícími z učení

Benjamina Grahama. Žádná pravděpodobnost nedokáže vysvětlit konzistentnost jejich nadprůměrných výnosů.“<sup>2</sup>

Doporučení investovat do celých trhů, indexů nebo do pokud možno co nejširšího portfolia cenných papírů, jak radí teorie efektivních trhů, lze zpochybnit analýzou vývoje tržních indexů a charakterem investice do tržního indexu. Analyzujeme-li největší pohyby trhu, zjistíme, že hlavní růsty a poklesy se dějí ve velmi krátkých časových intervalech, které se vyskytují velmi nepředvídatelně. Jedná se nepochybně o výkyvy, které nelze obhájit jako reakci na reálné změny hodnoty cenných papírů, potažmo společností, které tyto cenné papíry emitovaly. Výkyvy v cenách akciového indexu jsou nepochopitelně prudké a velké, uvážíme-li, že by měly odrážet změny ve skutečné ekonomice. Investovat do celého trhu za předpokladu, že je efektivní, by mělo být v jakémkoli okamžiku stejně rizikové. V praxi je však investice do celého trhu uskutečněná v jednom okamžiku spekulativní, protože zcela postrádá prvek diverzifikace rizika v čase.

Behaviorální finanční teorie vyvrací také chápání rizika v pojetí moderní teorie portfolia. Ta chápe riziko jako pravděpodobnost dosažení jiného než očekávaného výnosu u daného cenného papíru nebo portfolia. Obecně vzato je vyšší volatilita spojena s většími výkyvy v ceně a to v důsledku znamená, že tržní cena dané investice se může více snížit nebo zvýšit ve srovnání s investicí do méně volatilního cenného papíru nebo portfolia. Z pohledu investora je však sotva představitelné chápání možnosti růstu cenného papíru jako riziko. Jestliže investor nakoupí cenný papír a výnos z něj bude dvojnásobně vyšší než byl očekávaný výnos, považuje každý investor toto za velmi pozitivní zprávu. Moderní teorie portfolia považuje tu stejnou skutečnost za „nepříznivý“ důsledek vysoké volatility, tedy rizika, které způsobilo, že nebylo dosaženo očekávaného výnosu.

Behaviorální teorie je vystavěna na dvou skupinách argumentů. První z nich je spojena s kognitivní psychologíí a druhá vychází z omezení provést arbitráž na kapitálových trzích.

---

<sup>2</sup> GLADIS, Daniel. *Naučte se investovat*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2004. 156 s. ISBN 80-247-0709-8.

### 1.8.1 Neracionální chování

Kognitivní psychologie dokazuje, že se lidé dopouštějí při rozhodování systematicky chyb a nelze je tedy považovat za zcela racionální ani jako individuální investory ani jako celek, tedy trh. Behaviorální teorie předpokládá, že trhy jsou někdy informačně neefektivní. Bylo pozorováno několik jevů, které nesou jednoznačné známky neracionálního chování investorů.

Prvním z nich je **činění rozhodnutí na základě odhadu nebo pomocí metody pokusu a omylu**. Mnoho investorů se při možnosti vybrat z několika na první pohled rovnocenných možností rozhodne investovat rovnoměrně do všech investičních příležitostí, nebo si více méně náhodně vyberou jen jednu z nich

Stává se také, že investoři **nesprávně usuzují z části na celek** a použijí pro svá investiční rozhodnutí pravidla, která odvodili na základě malého vzorku údajů o několika cenných papírech za krátké období. Investují pak s použitím stejných pravidel do jiných cenných papírů v jiném období a v jiné fázi trhu. Pro investory jsou obvykle také mnohem významnější nedávné informace ve srovnání s informacemi staršími. Platí, že čím je informace starší, tím menší váhu pro investory má.

Investoři také bývají **příliš sebevědomí** a přeceňují své schopnosti. Jsou přesvědčeni o tom, že mají takové informace, které jim pomohou předvídat pohyby na kapitálových trzích, nebo, že dokáží ze stejných informací jako mají ostatní vyčíst více a překonat trh svými analytickými schopnostmi. Přehnaná sebedůvěra se projevuje i tím, že investoři vytvářejí velmi úzká, nedostatečně diverzifikovaná portfolia. Tito investoři rovněž obchodují v porovnání s ostatními častěji. Avšak podle empirických poznatků je to spíše k jejich škodě, protože mezi frekvencí obchodování a výnosem portfolia platí nepřímá úměra, která je samozřejmě částečně dána velkým objemem poplatků při častém obchodování.

Chování investorů popisuje také **dispoziční efekt a odpor ke ztrátám**. Že investoři nemají rádi ztráty, je zřejmé, avšak mnozí z nich se snaží ztráty nepřiznat nebo alespoň nějak zakrýt. Ztráta a zisk stejného obnosu nepředstavuje pro investora stejně velký emocionální podnět. Ukazuje se, že negativnímu pocitu vyvolanému ztrátou určité částky je rovnocenný pozitivní pocit stejné intenzity vyvolaný ziskem částky přibližně dvojnásobné. Jinými slovy, ztráty bolí investora asi dvakrát více než zisky potěší. Aby se investor vyhnul nepříjemnému pocitu ze ztráty, snaží se někdy ztrátovou

investici maskovat tím, že nakoupené cenné papíry neprodá ani v situaci, kdy je zřejmé, že obchod byl neúspěšný, a mnohdy se díky tomu dostává do ještě větších ztrát, jak se kurzy nakoupených cenných papírů dále a dále snižují. Ztráta se totiž uzavřením obchodu stává neoddiskutovatelnou. Dokud však investor danou pozici drží, může se vždy hájit tím, že v daném případě má velmi dlouhý investiční horizont, a proto existuje šance, že se kurzy nakonec pohnou v jeho prospěch.

Investoři se často dopouštějí také tzv. **mentálního účtování**, když do svých investičních rozhodnutí promítají úvahy, které nemají s investováním zcela nic společného, a přistupují ke správě svého portfolia tak, jako kdyby měli několik oddělených portfolií a s každým nakládali jinak. Investoři například dělí své peníze podle toho, jak je chtějí v budoucnu použít. Určitá část má posloužit k nákupu automobilu, jiná jako věno pro dceru, další třeba jako přílepení k důchodu a určitá k investování. Podle toho, jak je daný budoucí záměr důležitý, odvíjí se také ochota s danými penězi riskovat. To však vede k tomu, že se s každou částí peněz nakládá jinak, a ve výsledku nejsou peníze nebo portfolio investora jako celek spravovány optimálně. Navíc tento přístup láká k tomu, že se případné ztráty přičítají na vrub té části, která byla určena k „opravdovému investování“, a proto nemůže překvapit, že ke ztrátě došlo. Investovat je přece rizikové, ale naštěstí se se ztrátou předem počítalo a tudíž ostatní peníze zůstaly nedotčeny.

Začínající investoři někdy také příliš spoléhají na to, že **současný trend bude pokračovat** i v budoucnu. Jestliže po delší období trh roste, investoři tomu „přivyknou“ a začnou se domnívat, že trh poroste i nadále. Naopak když trh dlouho klesá, je většina přesvědčena o tom, že trh bude klesat i nadále. Investor, který se řídí touto logikou, však svá investorská rozhodnutí činí většinou v nevhodnou dobu. Uvážíme-li dobu, po kterou musí trhy cenných papírů růst, aby tento typ investorů nabyl přesvědčení o jednoznačném růstovém trendu, je zřejmé, že investoři promarní poměrně dlouhou dobu tím, že se nechávají přesvědčit. Jakmile na trh vstoupí, může se už dokonce trh nacházet nedaleko svého poklesu. Pokles trhu bývá obvykle strmější než růst a tak investorovi, který pouze extrapoloval předcházející vývoj hrozí značné ztráty. Takový investor by sice byl nepříjemně překvapen, ale nezměnil by své přesvědčení o pokračujícím růstu. Až teprve po dlouhém poklesu by se, již přesvědčen o tom, že pokles bude pokračovat i nadále, rozhodl cenné papíry prodat, avšak to už by mohla být

doba nedaleko od oživení trhu. Tímto způsobem by investor provedl přesný opak toho, jak si každý investor svůj obchod uskutečnit přeje. Draze by nakoupil a levně prodal namísto toho, aby levně nakoupil a draze prodal.

Jiným druhem neracionálního chování investorů jsou **příliš silné reakce** na zprávy o emitentech cenných papírů. Objeví-li se nějaká nová informace o společnosti kótované na burze, jsou reakce mnohých investorů velmi přehnané. Snaží se dané cenné papíry rychle nakoupit nebo naopak prodat a přitom se příliš nezabývají věrohodností zveřejněné informace. Může se tak stát, že nějaká negativní zpráva strhne lavinu prodejů a přitom se nakonec ukáže, že zpráva byla nepravdivá nebo se daných cenných papírů vůbec netýká. K jedné takové události došlo na newyorské burze, když byl předtím zveřejněn v novinách Financial Times článek o společnosti Czech Value Fund, který jí předpovídal vážné problémy. Reakce investorů byla taková, že se začali ve velkém zbavovat akcií s tickerem CVF, který však patřil společnosti Castle Convertible Fund. Toho si v zápalu výprodejů dlouho nikdo nevšiml a akcie společnosti Castle Convertible Fund zcela bezdůvodně ztratily 32% své hodnoty.

Další příklad neracionálního chování investorů je **různé hodnocení** skutečností v závislosti na tom, v jakých souvislostech se o ní dovědí. Je všeobecně známo, že lidé raději nakupují tehdy, když mají pocit, že je to pro ně výhodné. Je-li na něco nabízeno jako výhodná koupě, je to vždy lépe prodejné, než když se o tomtéž prohlásí, že nedávno došlo k růstu ceny. Ačkoli v obou případech může být cena stejná, ten první je prodejně úspěšnější. S pocitu a uvažování o nákupu cenných papírů je to zcela stejné.

Investoři bývají při rozhodování o investicích také značně **konzervativní**. Mají sklon investovat spíše do těch cenných papírů, jejichž emitenti jim připadají známí. Atraktivnější tak pro investory bývají společnosti z blízkého geografického okolí a ti, kteří se silně ukazují ve sdělovacích prostředcích. Investorům se zdá, že to, co mají více na očích, mohou snadněji kontrolovat, ačkoli investičně relevantních údajů mají stejně jako v případě jiných společností.

### 1.8.2 Nedokonalá arbitráž

Druhý argument behaviorální teorie se týká překážek, které brání tomu, aby na trzích mohla fungovat dokonalá arbitráž. Na trzích se velmi často objevují „nesprávně“ ohodnocené cenné papíry, které by racionální investoři měli velmi brzy rozpoznat

a nakupovat nebo prodávat tak dlouho, dokud se jeho cena nedostane na správnou úroveň. Každá snaha o využití nesprávně ohodnoceného cenného papíru s sebou však nese určité riziko, protože žádný arbitrážér si nemůže být jist, kdy se cena na správnou hodnotu vrátí. Když je rozdíl mezi teoretickou a skutečnou hodnotou cenného papíru příliš velký, velká část investorů znejistí a o arbitráž se nepokusí. Jenom jakési podezření, že s cenným papírem by mohlo být něco v nepořádku, protože ostatní investoři se o arbitráž také nepokoušejí, postačí k tomu, aby se investoři chovali podle teorie efektivních trhů iracionálně.

Ve skutečnosti se podhodnocené cenné papíry na trhu nevyskytují jen krátký okamžik nezbytný k tomu, aby někdo arbitráž uskutečnil. Lze pozorovat, že trvá dny, týdny, měsíce i léta než se kurz některého cenného papíru vrátí na svou teoreticky správnou hodnotu. Na té ovšem neseťvá obvykle dlouho a opět se odchýlí jedním či druhým směrem. Většinu času jsou tak cenné papíry nadhodnocené nebo podhodnocené a svých teoretických hodnot dosahují jen vyjimečně. Investor, který chce uskutečnit arbitráž, má obecně vzato jistotu, že někdy v budoucnosti dojde k tomu, že skutečný kurz cenných papírů bude odpovídat jejich teoretické hodnotě. Riziko arbitráže však spočívá v nejistotě, kdy k tomu dojde. Může se totiž stát, že emitent cenného papíru bude od investora nákupu zhoršovat své hospodářské výsledky a kurz jeho akcií bude klesat. Dokonce se může i podhodnocení zvyšovat. Arbitrážér se tedy teoreticky může dočkat toho, že kurz cenných papírů může dále jen klesat až do doby, kdy jejich emitent zkrachuje.

Ačkoli doba, po kterou mohou být cenné papíry nesprávně ohodnoceny, nabývá téměř libovolné délky, rozlišují se odchylky podle doby trvání. Ke krátkodobým odchylkám dochází na trhu velmi často a jejich velikost je v porovnání se správnou tržní cenou velmi malá. Naproti tomu existují také dlouhodobé velké odchylky v ocenění. Investoři využívají arbitrážních příležitostí však jen v případě těch krátkodobých, které považují za méně rizikové.

Nesprávné ohodnocení cenných papírů však nemusí být vždy vysvětleno jen pomocí psychologie. Svou roli může hrát také dočasně zvýšená poptávka nebo nabídka. Na příkladě tzv. „tyrannie indexování“ je vidět, jak se může poptávka po cenných papírech zvýšit aniž by k tomu byl jakýkoli pro investory racionální důvod. V prosinci 1999 byla společnost Yahoo zařazena do burzovního indexu S&P 500. Správci fondů,

které kopírují trh, resp. tržní index, byli nuceni akcie Yahoo do svých portfolií nakoupit a díky jejich poptávce vzrostl kurz akcií Yahoo o 100% za jeden měsíc. Za 18 měsíců poté byl kurz těchto akcií na 10% hodnoty z doby krátce po zařazení do indexu S&P 500.<sup>3</sup> Jakkoli byly nákupy akcií Yahoo manažery indexových fondů racionální a logické, výsledek jejich chování byl takový, že se trh jako celek zcela jistě racionálně nechoval.

Behaviorální finanční teorie tedy **vyvrací předpoklad, že investoři jsou zcela racionální**, resp. že všichni investoři jako celek se racionálně chovají. Tato teorie dokazuje, že investor je kromě svých racionálních úvah veden při investování také svými náladami, chováním ostatních, „popularitou“ některých cenných papírů, vlastní předpojatostí a mnoha dalšími nesourodými faktory. Behaviorální finanční teorie přisuzuje rozhodovacím procesům investorů vlastnosti spíše charakteru psychologického než racionálního. Důsledkem behaviorální finanční teorie je konstatování, že se na kapitálových trzích objevují podhodnocené cenné papíry a je tedy možné takové cenné papíry vyhledávat a dosahovat vyššího než tržního výnosu.

## 1.9 Analýza cenných papírů

Před tím, než se investor rozhodne ke koupi nějakého cenného papíru, snaží se získat z dostupných informací údaje, které by měly naznačovat budoucí vývoj kurzu. Investoři analyzují informace o emitentech a soustřeďují se především na finanční a obchodní údaje, které čerpají z účetnictví firem, z jejich výročních zpráv, různých ohlášení a samozřejmě také z médií.

Ovšem i zde, stejně jako v případě teoretických úvah o efektivitě trhů a racionálním chování, neexistuje žádný univerzálně platný a všeobecně přijímaný návod, jakým způsobem cenné papíry a jejich emitenty analyzovat.

### 1.9.1 Fundamentální analýza

Při hodnocení cenných papírů se nejčastěji používá fundamentální analýza, která je založena na předpokladu, že se na trhu vyskytují nesprávně oceněné cenné papíry. Fundamentální analýza se snaží hodnotit cenné papíry zevrubně a patří

---

<sup>3</sup> RITTER, Jay. *Behavioral Finance*. [cit. 18.května 2007].  
<[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/publ\\_papers/Behavioral%20Finance.pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/publ_papers/Behavioral%20Finance.pdf)>

k nejpropracovanějším hodnotícím metodám. Pro posouzení, zda je nějaký cenný papír nadhodnocen nebo podhodnocen, se snaží tato analýza určit jeho teoretickou vnitřní hodnotu, která se poté porovnává se skutečným tržním kurzem. Přitom fundamentální analýza hledá rozhodující vlivy, které se podílejí na vytváření kurzů cenných papírů. Fundamentální analýza se provádí s použitím obdobných postupů na třech úrovních. Nejširší analýza je analýza makroekonomického prostředí, užší je analýza určitého podnikatelského odvětví a nejužší zaměřená je analýza jednotlivých emitentů cenných papírů.

#### **1.9.1.1 Fundamentální analýza na makroekonomické úrovni**

Na makroekonomické úrovni se zkoumá vývoj ekonomického prostředí, ve kterém emitenti cenných papírů podnikají. Analyzuje se samozřejmě stav a vývojové trendy národního hospodářství, ale také ekonomické vyhlídky hospodářství okolních zemí i hospodářství světového. Ačkoliv reálný dopad vývoje vzdálených ekonomik, s nimiž nemá země emitenta žádné významné ekonomické vztahy, je na hospodářství takové země zanedbatelný, je potřeba vzít do úvahy i je. Vliv na ekonomiku emitenta závisí kromě vzájemných ekonomických vazeb také na tom, jak významný je kapitálový trh té které země. Platí totiž, že bez ohledu na skutečné hospodářské vazby se mohou poklesy ve výkonu hospodářství rozšířit prakticky celosvětově prostřednictvím burz cenných papírů. Silný pokles se může rozšířit do celého světa rychle – během jednoho či dvou dnů.

Jeden ze základních klíčových ukazatelů je **reálný produkt** hospodářství. Produkt domácího hospodářství je pochopitelně součtem produktů jednotlivých společností, které v daném státě podnikají. Čím vyšší je tedy domácí produkt, tím vyšší jsou také obecně produkty jednotlivých firem. Platí samozřejmě, že čím více toho určitá firma vyprodukuje, tím je její hodnota vyšší. Z dlouhodobého hlediska roste většina vyspělých ekonomik v řádu jednotek procent ročně. Trhy cenných papírů tento vývoj sledují. Ovšem závislost trhů cenných papírů na hospodářství není tak silná. Obecně sice funguje, v praxi však ve vývoji trhů cenných papírů a reálného produktu dochází k neustálému kolísání. Odlišný vývoj má jednu z příčin v tom, že zatímco reálný výstup ekonomiky je zachycován zpětně podle skutečných dat, trhy cenných papírů se vyvíjejí především na základě budoucích očekávaných příjmů firem. Ve vyspělých ekonomikách tak vývoj trhů cenných papírů obvykle o několik měsíců předchází vývoj

reálného produktu. Trhy samozřejmě nemají tak dokonalou schopnost předvídat vývoj hospodářství, ale mohou si svým poklesem ekonomický pokles „vynutit“. V situaci, kdy dojde k poklesu trhu cenných papírů, se investoři cítí méně bohatí a začnou omezovat své výdaje. Díky tomu pochopitelně klesnou firmám tržby a pokles kurzů se tak stává opodstatněným a může dále pokračovat.

Fundamentální makroekonomická analýza zkoumá také **fiskální politiku vlády**. Pro investory jsou velmi důležité daňové sazby. Čím vyšší jsou daně, tím méně se společností vyplatí vytvářet zisky a snaží se vést účetnictví tak, aby zisk a z něj plynoucí daně minimalizovaly. Může také docházet k převodům skutečných zisků do států s nižšími daněmi pomocí vysokých transferových cen. Vysoké daně rovněž odrazují investory od nákupu cenných papírů, protože zdanění zisků plynoucích z cenných papírů působí pouze jednostranně. Když investor vydělá, musí odvést ze zisku daň, která zisk zmenší. Ovšem když tu stejnou částku prodělá, nese ztrátu pochopitelně v plné výši. Stejně velký pohyb na trhu opačným směrem je tedy v jednom případě vysoká ztráta a v druhém nízký zisk. Je pochopitelné, že takový nepoměr zvyšující riziko investory odrazuje.

Na makroekonomické úrovni se zkoumá také **peněžní nabídka**. Zvýší-li se peněžní nabídka, použijí investoři část nově dostupných peněz na nákup cenných papírů a zvýší svou poptávkou jejich kurzy. S vlivem peněžní nabídky jsou bezprostředně spojeny také **úrokové sazby**. Platí, že růst úrokových sazeb znamená pokles trhů cenných papírů a naopak. Při růstu sazeb investoři upravují své výpočty vnitřních hodnot cenných papírů tím, že zvyšují úrokovou míru použitou pro diskontování budoucích příjmů. Nově vypočtené vnitřní hodnoty jsou nižší a investoři se začínají zbavovat cenných papírů, které se jim zdají nadhodnocené. Zvýšená nabídka pochopitelně tlačí ceny dolů. Po zvýšení úrokových sazeb musí také emitenti nových dluhopisů nabízet investorům vyšší výnosy, aby byl udržen obvyklý reálný výnos z jejich držení. Investoři začnou tedy prodávat své akcie a začnou nakupovat více úročené dluhopisy, což sníží ceny akcií. V období vyšších úrokových sazeb musejí firmy platit také vyšší úroky ze svých půjček a jejich ziskovost se snižuje.

Důležitým ekonomickým ukazatelem je i **míra inflace**. Investice do akcií se jeví jako poměrně vhodná jako ochrana před inflací. Platí to však spíše pro období, kdy se inflace pohybuje na jednociferných hodnotách. Když se inflace zvyšuje více, nejsou ani

akcie schopny kompenzovat svými výnosy znehodnocení v důsledku inflace a to navzdory tomu, že akcie představují podíl na reálných aktivech. Jedním z možných vysvětlení je „hypotéza daňového efektu“, která vysvětluje znehodnocování reálné hodnoty akcií prostřednictvím podhodnocení účetních nákladů. Výše odpisů a zásob se totiž odvíjí od historických cen, za které byly majetek a zásoby nakoupeny. Při jejich zahrnování do nákladů je firma vykazují v nižších než reálných výších, protože ke dni zaúčtování by již pořízení stejného majetku nebo zásob bylo mnohem dražší. Díky podhodnoceným odpisům a zásobám jsou pak firmy nuceny platit vyšší daně, což pochopitelně snižuje schopnost firem vyplácet dividendy.

Pro investory jsou rovněž důležité směry vývoje **zadluženosti státu a bilance zahraničního obchodu**. Stejně jako pro jakoukoli soukromou společnost, platí i pro stát, že vyšší zadlužení znamená vyšší riziko. Stát však není zadlužen pouze díky deficitnímu hospodaření státního rozpočtu. Schodek státního rozpočtu vytváří s dluhy zdravotních pojišťoven, mimorozpočtových fondů a místních rozpočtů veřejný dluh, který udává skutečné zadlužení obyvatel země. Naproti tomu přebytek nebo schodek zahraničního obchodu vyjadřuje, jak je daná ekonomika konkurenceschopná v mezinárodním měřítku. V situaci, kdy země více vyváží než dováží, se do země dostává více její měny, než ji opouští, a na měnových trzích tak dochází k posilování dané měny. Naopak v případě schodku zahraničního obchodu existuje tlak na oslabování domácí měny. Pro investory jsou tyto ukazatele důležité z toho důvodu, že změna kurzu měny má vliv na jejich výnosy. Zahraniční investoři mohou díky posílení měny, v níž uskutečnili své investice, zvýšit své výnosy, anebo v opačném případě prodělat. Pro domácí investory zase platí, že zhodnocení domácí měny znamená znehodnocení jejich zahraničních investic.

Z hlediska makroekonomického existují ještě další důležité ukazatele, které by měl každý investor vyhodnotit. Jsou to určité **obecné podmínky**, které jsou nezbytné pro ekonomický růst. Nelze většinou jednoduše vysvětlit jejich dopad na hospodářství, je však v praxi odpozorováno, že jsou pro ekonomický růst nezbytné. Řeč je o fungujícím tržním hospodářství, vymahatelnosti práva a nízké míře korupce. Funkční tržní mechanismus je nezbytný k tomu, aby byla zajištěna dostatečná efektivita dané ekonomiky. V případě, kdy se někdo snaží trhu „pomoci“ a zavádí opatření, například v podobě cenových omezení, která trh deformují, dochází z makroekonomického

pohledu ke ztrátám a zpomalení růstu. Vymahatelnost práva je nezbytným předpokladem pro to, aby byli investoři vůbec ochotni investovat a svěřit své peníze do rukou vedení společností, jejichž cenné papíry kupují. Investoři vyžadují jistou úroveň záruk, že své peníze v budoucnu ještě uvidí, jinak investovat nebudou. Ekonomickému rozvoji brání také korupce. Je zjištěno, že čím je vyšší míra korupce, tím nižší je hospodářský růst země.

#### 1.9.1.2 Fundamentální analýza odvětví

Na nižší úrovni než je národní hospodářství se provádí fundamentální analýza hospodářských odvětví. Různá odvětví se v ekonomice vyvíjejí různě rychle v různých fázích hospodářského cyklu, a proto je pro investory, kteří aktivně vybírají akcie, důležité analyzovat, jaké jsou perspektivy různých oblastí podnikání vůči hospodářství jako celku a vůči sobě navzájem. Důležité je pro každé odvětví, jak příznivé podmínky stát a regulační orgány pro jeho podnikání vytvářejí. Podle toho, jak „oblíbená“ hospodářská odvětví u státu jsou, může stát použít prostředky, které dané odvětví povzbudí nebo naopak potlačí. Pro tyto účely může stát použít různé výše daňových sazeb, zavedení nových specifických daní, dotace, zvýhodněné půjčky, může nařídít sanaci škod vzniklých při výrobě a mnohé další.

Pro odvětví je důležitá také **struktura tržních podílů**. Vývoj odvětví se liší podle toho, zda je jeho trh monopolní, oligopolní nebo konkurenční. V monopolním odvětví bývá monopolní společnost považována za stabilní, protože je málo pravděpodobné, že by ji mohla konkurence ohrozit. Je-li navíc vývoj odvětví příznivý, považují investoři tyto akcie za bezpečné. V odvětví s oligopolním trhem jsou akcie společností obecně méně bezpečné. Důležitá je velikost tržního podílu té které společnosti ve srovnání s konkurenty. V odvětvích, jejichž trhy se blíží trhu dokonale konkurenčnímu, je riziko nejvyšší. Je pravděpodobné, že dojde ke krachům některých firem, a vzhledem k tomu, že mají jednotlivé společnosti malé tržní podíly a jsou si podobné, je výběr jen několika z nich pro investory obtížný. V takovém odvětví lze doporučit širokou diverzifikaci.

Investory zajímá také **relativní výkon odvětví vůči hospodářství jako celku**. Rostou-li trhy odvětví rychleji než hospodářství, je pravděpodobné, že i akcie příslušných společností budou nabývat na ceně rychleji. Svou roli zde hraje charakter vyráběných produktů. Pro tyto účely lze použít dělení, podle kterého se statky rozlišují na normální, jejichž nakupované množství roste pomaleji než důchod, na luxusní,

jejichž nákupy se zvyšují s růstem důchodu, a na statky podřadné, jejichž spotřeba se snižuje s rostoucím důchodem. Hospodářská odvětví se dělí na cyklická, neutrální a anticyklická. V období hospodářského růstu rostou důchody obyvatel a ti si začínají kupovat i takové produkty, které by si jinak nemohli dovolit.

**Cyklická odvětví** vyrábějí produkty, jejichž nákup není nezbytný a je možné ho odkládat. V období hospodářského růstu tržby i zisky společností z cyklických odvětví rostou, zatímco v době ekonomického poklesu klesají. Příkladem jsou statky dlouhodobé spotřeby, které produkuje odvětví stavebnictví, automobilový a letecký průmysl, elektrotechnická výroba a jiné. Cyklický je rovněž bankovní sektor, který je závislý na objemu poskytnutých půjček, které se samozřejmě v dobách ekonomického růstu zvyšují. Velká část společností z cyklických odvětví vyrábí statky luxusního charakteru.

**Neutrální odvětví** nejsou ovlivňována celkovým hospodářským vývojem. I zde samozřejmě dochází ke kolísání, ne však v souladu s hospodářským cyklem. Zisky společností z neutrálních odvětví jsou stabilnější ve srovnání s cyklickými odvětvími. Neutrální odvětví vyrábějí produkty, které jsou spotřebovávány v každé době a mají tedy povahu statku normálního. Za neutrální odvětví se považují farmaceutický a potravinářský průmysl nebo odvětví veřejné hromadné dopravy.

Z hlediska vztahu k celkovému vývoji hospodářství jsou posledním typem **anticyklická odvětví**. Jejich chování je trochu paradoxní, protože v době všeobecného hospodářského růstu jsou jejich výsledky horší, zatímco v době hospodářského poklesu vykazují velmi dobré výsledky. Společnosti podnikající v anticyklických odvětvích vyrábějí statky podřadné, k jejichž nákupům se lidé odhodlávají v době, kdy jsou, nebo se tak alespoň cítí, nepříliš bohatí. Taková odvětví jsou možná poněkud teoretickým konceptem, protože v literatuře se uvádí pouze jediný příklad z praxe. Je jím kabelová televize, kterou si lidé začali pořizovat v době, kdy omezili své cestování a turistiku.

Při výběru odvětví by měl investor vzít na vědomí jeho povahu a očekávaný hospodářský vývoj. V růstové fázi hospodářského cyklu by pro dosažení nejvyšších výnosů mělo být nejvhodnější nakoupit cenné papíry společností z cyklických odvětví. Pochopitelně by to s sebou přineslo riziko, že pokud se investor mýlil a dojde k hospodářskému poklesu, budou tyto cenné papíry nejvíce ztrácet. Nižší výnosy s nižším rizikem přinášejí cenné papíry společností z neutrálních odvětví, které by byly

vhodné v situaci nejasného budoucího hospodářského vývoje. Cenné papíry společností z anticyklických odvětví jsou z teoretického hlediska vhodné v situaci, kdy investor očekává hospodářský pokles. To je ovšem doporučení spíše teoretické, protože na reálných trzích se anticyklické akcie prakticky nevyskytují. Dojde-li k poklesu na akciových trzích, klesají kurzy všech akcií. Byť některých možná méně. Investor, který je si jist hospodářským poklesem, spíše akcie ze svého portfolia prodá a nakoupí dluhopisy, které poskytují vyšší výnosy při nižším riziku. Za obecné doporučení můžeme považovat výběr takového odvětví, které je dlouhodobě ziskové, pohybuje se na rostoucích trzích a není vystaveno nepříznivým zásahům ze strany státu nebo regulačních orgánů.

### 1.9.1.3 Fundamentální analýza společností

Fundamentální analýza jednotlivých společností zkoumá konkrétní akcie, resp. jejich emitenty, a snaží se vypočítat teoretickou vnitřní hodnotu těchto akcií. Investoři zkoumají společnosti z nejrůznějších úhlů pohledu a provádějí zevrubnou analýzu, která má naznačit, jaká rizika jsou s danými akciemi spojena a jaké hospodářské výsledky a pohyby akciových kurzů lze očekávat.

Nejdříve se samozřejmě analyzuje **historie společnosti**. Investoři zkoumají, tržní podíl společnosti a jeho vývoj, růst daného trhu, jak se společnosti daří vstupovat na nové trhy a rozšiřovat své podnikání atd. Důležitá je také struktura akcionářů, propojení s jinými podnikatelskými subjekty, učiněná rozhodnutí strategického významu a historické srovnání s hlavními konkurenty. Poté se provádí **analýza současné situace** podniku. Zde se investoři snaží zjistit např. fáze životních cyklů výrobků společnosti, zajímá je také kvalita současného vedení, jak moderní a jak odepsaná jsou technologická zařízení společnosti, jaké patenty a know-how vlastní, zda v ní existují, případně jak jsou silné odbory, jaké jsou její inovační schopnosti, strategické záměry a mnohé další informace. Budoucí pohyb akcií však u každého emitenta určují budoucí události, které určí budoucí zisky a budoucí rizika. Proto je po nezbytných předchozích dvou krocích potřeba provést ten nejdůležitější, kterým je provedení odhadu budoucnosti, což je **analýza perspektivní**. Tato analýza používá mnoho metod, z nichž si investor může podle svého uvážení a svých investičních záměrů libovolně zvolit. Nejdůležitější z nich jsou uvedeny dále podrobněji.

## 1.9.2 Model diskontovaných dividend

Investor, který koupí akcii, může očekávat příjmy dvojího druhu. Jednak mu budou vypláceny dividendy a v době, kdy akcii prodá, inkasuje její tržní hodnotu. Podle modelu diskontovaných dividend se současná hodnota akcie vypočítá tak, že diskontujeme všechny budoucí toky peněz k investorovi.

Každý investor však zamýšlí držet akcie jinou dobu a každý tedy hodnotí akcii jinak. V případě, že si investor hodlá akcii ponechat natrvalo, je čistá současná hodnota akcie rovna diskontovaným dividendám. Zjednoduší-li se předpoklad o budoucích dividendách tak, že se očekává po neomezeně dlouhou dobu výplata dividend v konstantní výši při konstantní úrokové míře, je současná hodnota akcie rovna podílu dividendy a tržní úrokové míře.

Model diskontovaných dividend má svůj teoretický význam, v praxi je však sotva uplatnitelný. Pro výpočet čisté současné hodnoty budoucích plateb je totiž potřeba znát pro všechna budoucí období výši dividendy a úrokovou sazbu a navíc kurz akcie v době, kdy ji investor prodá. A to je pochopitelně nemožné určit. Navíc je již od šedesátých let dvacátého století význam dividend poměrně malý, protože akciové společnosti vyplácení dividend omezily. Vyplácení dividend je totiž daňově nevýhodné. Akciová společnost musí nejdříve vytvořit zisk, zdanit jej, vyplatit dividendu a investoři, kteří ji dostávají, ji rovněž daní. Výhodnější je tedy, když společnost spíše zisky použije dále pro své podnikání. Navíc Merton Miller a Franco Modigliani v roce 1956 teoreticky zdůvodnili, že vyplácení dividend by nemělo mít na kurzy akcií žádný vliv.

## 1.9.3 Ziskové modely

Ziskové modely analyzují poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii P/E. Tento poměr ukazuje kolik peněz investovaných do dané akcie vytvořilo jak velký zisk. Investoři se snaží zjistit, zda je dané P/E s ohledem na kvalitu podnikání společnosti odpovídající. Nejdříve se analyzuje poměr P/E obecně pro celý kapitálový trh země a pak se analyzuje poměr P/E u jednotlivých akcií.

Je empiricky zjištěno, že v různých zemích se hodnoty P/E liší. Ziskové modely se snaží tyto rozdíly vysvětlit pomocí několika základních faktorů. Prvním je očekávaný růst tržeb a zisků společností, který zvyšuje poptávku po akciích a tedy i poměr P/E.

Druhým faktorem je požadovaná míra výnosu. Platí, že pokud investoři považují určitý trh akciový trh za málo rizikový, spokojí se s menšími výnosy a tedy i vyšším P/E. Dále je to míra inflace. Čím je míra inflace vyšší, tím vyšší musí být zisk společností, aby reálný výnos byl pro investory přijatelný, což znamená, že při vysoké inflaci jsou investoři ochotni kupovat jen akcie s nízkým P/E. Posledním faktorem je pak míra zdanění, která má obdobný efekt jako inflace, protože čím vyšší jsou daňové sazby, tím vyšší musí být zisk společností, aby na investory připadl stejný zisk jako v zemi s nízkými sazbami.

Obdobně jako pro celý trh, snaží se analýza pomocí ziskových modelů zjistit příčiny vyšších či nižších hodnot P/E u jednotlivých společností. Zvýšený poměr P/E mívají společnosti s dobrým výhledem pro růst tržeb i zisků, protože investoři v očekávání budoucích zisků zvýší svou poptávkou kurz. Investoři také vykazují zvýšenou poptávku po akciích, jejichž emitenti vyplácejí dividendy, a proto mají tyto akcie vyšší P/E. Zvýšené P/E mívají také akcie společností podnikajících v technologicky náročných odvětvích, kde velké prostředky směřují do výzkumu, stejně jako akcie, jejichž emitenti mají mezi investory respektované osobnosti ve vedení.

Vypovídací hodnota poměru P/E je ovšem omezena tím, že podniky mají možnost ovlivnit výši vykazovaných zisků zaúčtováním jednorázových položek, které mohou v jednotlivých obdobích zkreslit zisk. Navíc je účetní závěrka vydávána jednou ročně, takže vykázaný zisk může pro investory platit celé účetní období nebo přinejmenším čtvrtletí.

Poměr P/E je pro investory užitečný především pro relativní srovnávání než pro absolutní odhad vnitřní hodnoty akcie. Zkušenosti investorů však vypovídají, že na běžných vyspělých trzích je vhodné kupovat akcie s P/E nižším než 15, jinak investor kupuje akcie „draze“. Vypočítá-li se poměr P/E pro celý trh, je možné jej interpretovat jako riziko daného trhu. Protože čím vyšší P/E trhu je, tím vyšší nároky na něj investoři kladou. A jen vyjíměčně se podaří celému trhu splnit náročná očekávání. Investování na trzích s vysokým P/E je jak z teoretického hlediska tak podle zkušeností investorů rizikové.

#### 1.9.4 Bilanční modely

Bilanční modely zkoumají rozvahu společnosti snaží se vyčíslit hodnotu akcie především na základě účetních údajů, které se v některých případech upravují. Záleží na tom, jaký pohled daný model na akcii má a jakou hodnotu vyčísluje.

**Nominální hodnota** akcie má svůj význam především při výpočtu podílů na základním kapitálu společnosti. Tato hodnota se uplatní při výpočtu majetkových podílů u společností, které vydaly akcie o různých nominálních hodnotách, kde prostý podíl na celkovém počtu akcií není rozhodující. Jinak nemá nominální hodnota pro investory téměř žádný význam. **Účetní hodnota vlastního kapitálu** je dána rozdílem mezi celkovou hodnotou aktiv společnosti a celkovou výší cizího kapitálu. Poměr účetní hodnoty vlastního kapitálu k počtu akcií udává účetní hodnotu připadající na akcii, tedy poměr P/BV. V případě, že poměr P/BV je nižší než jedna, je pro investory akcie méně hodnotná než je účetní hodnota majetku, který na ni připadá. Problémem této metody je to, že účetní hodnota nemá, na rozdíl od kurzu, charakter nezpochybnitelných dat. Účetní hodnota je totiž ovlivněna zvolenými účetními postupy a může být také záměrně zkreslena, a to i v rámci povolených operací. Z hlediska předvídatelnosti budoucího vývoje je naopak velmi nejistý pohyb kurzů a hodnota P/BV je tedy vypočítávána na nejistých základech. Problém je také nemožnost srovnání různých podniků s použitím P/BV, protože tato hodnota je v různých oborech i u různých společností rozdílná. V praxi se přesto ukazuje, že akcie s nižším poměrem P/BV rostou z dlouhodobého hlediska rychleji, a proto je tento ukazatel v praxi používán.

**Substanční hodnota** vychází z účetní hodnoty na akcii, kterou však upravuje tak, že se v úvahu berou pouze aktiva, která v budoucnu přinesou tržby, oceněná v reálných tržních, a nikoli účetních, hodnotách. Do substanční hodnoty se pak také započítá současná tržní hodnota nehmotného majetku, do kterého se započítává i kvalita vedení a řadových zaměstnanců nebo hodnota držení patentů a technologických postupů. Vzhledem k tomu, že vyčíslit tržní hodnotu je zejména u nehmotných aktiv prakticky nemožné, je substanční hodnota zatížena velkou chybou, a proto v praxi příliš velkou váhu nemá.

Další model se snaží určit, jakou částku by obdrželi investoři, pokud by došlo k ukončení podnikání společnosti a akcionářům by byla vyplaceny jejich podíly ve výši **likvidační hodnoty společnosti**. Model tedy počítá s aktuálními tržními hodnotami

majetku a pohledávek, ovšem započítávají se také závazky a náklady na prodej aktiv a ukončení podnikání. Likvidační hodnota je obecně považována za nejnižší možnou hodnotu akcií. Pokud by kurz byl nižší než hodnota akcií, bylo pro velké investory výhodné koupit celou společnost, ukončit její podnikání, rozprodat její majetek a dosáhnout tak zisku bez rizika. I tato metoda je však poměrně nepřesná.

Hodnotu společnosti je možné počítat také tak, že vyčíslíme náklady potřebné na nakoupení všech současných aktiv podniku a odečteme reálné hodnoty současných závazků, čímž získáme **reprodukční hodnotu** společnosti. Tato hodnota je vyšší než likvidační hodnota, protože uvažujeme, že daná aktiva neprodáváme, ale nakupujeme, a současně se do hodnoty nezapočítávají náklady spojené s likvidací.

**Substituční metoda** používá pro určení vnitřní hodnoty srovnání s konkurencí. Nejdříve se určí klíčové parametry hodnocené společnosti, které musí splňovat konkurenti. Poté se vyhledají vhodné společnosti, u nichž je znám jejich kurz, který se porovná s kurzem hodnoceného podniku. V praxi je však prakticky nemožné nalézt alespoň jednu přímo srovnatelnou společnost. Předem vybraná kritéria jsou samozřejmě vždy pro tyto účely příliš hrubá, a proto je možnost spolehlivého určení vnitřní hodnoty touto metodou spíše vyjímečná.

### 1.9.5 Finanční analýza

Finanční analýza je další z prostředků fundamentální analýzy jednotlivých společností. Je to asi nejvýznamnější a nejrozsáhlejší nástroj fundamentální analýzy, pomocí něhož se pečlivě analyzují účetní výkazy společnosti za několik předcházejících období. Kromě vyhodnocení aktuální situace společnosti se samozřejmě hodnotí vývojové trendy a výsledky se srovnávají s konkurenty.

Finanční analýza má čtyři hlavní součásti: vertikální analýzu, horizontální analýzu, analýzu poměrových ukazatelů a predikci finanční tísně podniku. Vertikální analýza se zabývá strukturou jednotlivých účetních položek, resp. strukturou aktiv a pasiv a horizontální analýza sleduje vývoj účetních položek v čase. Analýza poměrových se dělí do pěti základních skupin. Jsou to poměrové ukazatele, ukazatele platební schopnosti, ukazatele aktivity, rentability a tržní hodnoty.

Z ukazatelů zadluženosti je investory sledována celková zadluženost (celkové závazky/celková aktiva) a dlouhodobá zadluženost (dlouhodobé závazky/celková

aktiva). Z ukazatelů rentability jsou to ROE (zisk po zdanění/vlastní kapitál) a ROCE ((zisk po zdanění+úroky po zdanění)/(dlouhodobé závazky+vlastní kapitál)) a z ukazatelů tržní hodnoty firmy investory zajímá dividendový výnos (dividenda na akcii/kurz akcie), dividendy na akcii (celkové dividendy za rok/počet kmenových akcií), čistý zisk na akcii (čistý zisk/počet kmenových akcií) a ukazatel P/E (kurz akcie/čistý zisk na akcii).

Finanční analýza je sama o sobě velmi rozsáhlá a bylo by nad rámec této práce podrobně rozebírat její postupy. Stručně byly pouze bez dalších souvislostí jmenovány ty ukazatele, které investoři nejčastěji používají. Investoři pochopitelně mohou použít kterýkoli nástroj finanční analýzy, který odpovídá jejich analytickým úmyslům.

### **1.9.6 Technická analýza**

Tato analýza studuje publikovaná tržní data jako kurzy, objemy obchodů, minimální a maximální ceny nebo kurzy indexů, a snaží se na základě jich odhadnout budoucí vývoj kurzů. Ostatní analytické metody se pokoušejí předvídat pohyby kurzu nepřímo tím, že zkoumají faktory a jejich vývojové tendence, které mají na vytváření kurzu vliv. Technická analýza se místo toho snaží předvídat přímo pohyby kurzů konkrétních akcií nebo celých trhů. Pro technickou analýzu nejsou významné události, které k pohybům kurzů vedou, ale skutečné pohyby cen, které se na trhu v jejich důsledku odehrají. Technická analýza vůbec nepracuje s vnitřní hodnotou akcie, protože ji považuje za nespolehlivou a navíc předpokládá, že všechny dostupné informace jsou již v kurzech zahrnuty.

Technická analýza je vystavěna na předpokladu, že chování investorů je stále stejné, a proto se na akciových trzích vývoj neustále opakuje. Cílem technické analýzy je rozpoznat na trhu jednotlivé vývojové fáze a pak podle těchto rozpoznávaných zákonitostí ve vhodný okamžik akcie nakupovat a prodávat. Technická analýza se dělí na dvě základní oblasti, na analýzu grafickou a na analýzu založenou na technických indikátorech.

Grafická analýza zkoumá vývoj na trzích pomocí nejrůznějších grafických zobrazení a snaží se na nich identifikovat obrazce, které se na akciových trzích často opakují. Analýza založená na technických indikátorech se snaží budoucí pohyby kurzů

vypočítat. Používají se jak velmi jednoduché výpočty založené na jednoduchých předpokladech tak složité postupy využívající statistické metody.

Obecně se doporučuje pro technickou analýzu použít nejméně šestiměsíční období, aby její výsledky byly důvěryhodné. Přestože teoreticky lze použít technickou analýzu pro jakékoli období, je považována za analýzu krátkodobou, protože většina investorů ji takto používá a většina výzkumného úsilí byla zaměřena právě na kratší období.

Kritici technické analýzy tvrdí, že vyhledávání obrazců v grafech kurzů je v podstatě nesmyslná činnost. Argumentují tím, že zpětně lze nalézt trendy prakticky v jakémkoli grafu a navíc je prokázáno, že spatřovat obrazce a vývojové linie je možné i v grafech, které vznikly umělým generováním náhodných čísel. Technická analýza je tedy z teoretického hlediska nepříliš opodstatněná, ovšem vzhledem k tomu, že se vyvinula na základě empirických poznatků z reálných trhů, je některými investory využívána.

## 1.10 Souhrn poznatků

Přestože již bylo teorii akciových trhů a portfolií věnováno nezměrné intelektuální úsilí, nejsou současné teoretické poznatky vůbec jednoznačné. Žádný všeobecně přijímaný postup, jak sestavit portfolio cenných papírů neexistuje, a ani investoři, kteří dosahují lepších než tržních výnosů, se na univerzálním postupu neshodnou.

Moderní teorie portfolia poskytuje přesný návod, jak sestavit ideální portfolio, a nabízí exaktní metody pro všechny kroky. Bohužel však v praxi nefunguje. Takové jsou několik desítek let trvající zkušenosti investorů, kteří dosáhli s použitím této metody podprůměrných výsledků. Behaviorální teorie financí popisuje a vysvětluje skutečné chování investorů na reálných trzích a ukazuje, že trhy nejsou efektivní ale takové, jací jsou investoři. Bohužel však behaviorální teorie neposkytuje žádný návod, jak portfolio sestavit.

Jako reakce na kritiku moderní teorie portfolia vznikla „postmoderní teorie portfolia“, která přijala některé poznatky behaviorální teorie a pokusila se stejnými prostředky jako moderní teorie portfolia navrhnout sestavení portfolia. Její význam je však podobně jako u její předchůdkyně především teoretický.

Fundamentální analýza je víceméně všeobecně uznaná metoda, avšak souvislost mezi teoretickou vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem je velmi slabá a tak i po určení vnitřní hodnoty zůstává problém, do jakých akcií investovat nevyřešen.

Technická analýza poskytuje teoretický návod, jak maximálně využít pohybů kurzů na trhu, ovšem v praxi mají investoři velmi malou jistotu budoucího vývoje. Předvídat vývoj kurzu na základě grafu je zkrátka velmi obtížné.

Avšak při analýze akcií je potřeba si uvědomit, že veřejně přístupné informace mohou posloužit všem investorům pro jejich analýzy, takže provedením analýzy investor nezískává žádnou strategickou výhodu nad ostatními, protože je téměř jisté, že podobnou analýzu někdo jiný již provedl.

Problém jsou také vstupní údaje všech analýz. Budoucí pohyby kurzů budou určeny budoucími zisky, budoucími úrokovými sazbami, budoucím vývojem hospodářství, budoucími riziky, budoucími chybami investorů atd. Všechny faktory jsou budoucí, tedy více méně neznámé. Jaké lze očekávat výsledky, když dosadíme do přesných vzorců nepřesné odhady na mnoho let dopředu?

Dobří investoři mají patrně jedinou možnost – musí být na základě stejných nepřesných dat s použitím stejných nedokonalých metod a stejných omezení lepší než ostatní. Musí s tím, co je k dispozici, učinit lepší investiční rozhodnutí. Jakým způsobem toho dosáhnou, je už jen na nich.

Všechny doposud uvedené metody se zabývaly pouze tím, jaké akcie a kdy nakoupit. Ztráta nebo zisk z investice se ovšem realizuje až při prodeji akcií. Do té doby se může udát s jejich kurzy prakticky cokoli a investor nemá žádnou jistotu, dokud nemá peníze zase zpět na bankovním účtu. Není-li investor nucen akcie prodat z důvodu, že potřebuje akutně peníze, existují v zásadě tři hlavní důvody, proč prodej uskutečnit. První důvod je **chybné investiční rozhodnutí**. Jestliže kurz akcií po nákupu delší dobu klesá, je dobré akcie prodat. Chybná investiční rozhodnutí jsou zcela běžná a, než stále doufat a vystavit se riziku vysoké ztráty, je lepší uznat vlastní chybu a udržet ztrátu na přijatelné úrovni. Druhým motivem k prodeji je situace, kdy dané **akcie jsou příliš drahé**. Buď se zhoršily hospodářské výsledky jejich emitenta, nebo jejich cena vzrostla na neudržitelně vysokou úroveň. Posledním důvodem pro prodej zejména v době, kdy se některé akcie investor chce zbavit, je **nalezení podstatně lepší investiční příležitosti**.

Velmi důležitým faktorem při obchodování je nepodléhat okamžitým náladám a davovému chování. Nejlépe je mít soubor zásad, který určí, co v které situaci dělat. To znamená mít přesná pravidla, kdy dané akcie koupit a prodat. Dále je potřeba znát strukturu portfolia, tedy kolik nejvíce procent může být do jedné akcie investováno a jaký je minimální počet akcií v portfoliu. Pravidel si však investor může stanovit mnohem více. Důležitější než jejich počet je jejich důsledné používání.

## 2 ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÉ SITUACE

### 2.1 Teoretické předpoklady a použité metody

Sestavení portfolia v následující části je založeno na předpokladu, že teorie efektivních trhů neplatí a že je v praxi možné nalézt podhodnocené akcie, které umožňují dosáhnout vyššího než tržního zisku.

Hlavní použitou metodou je fundamentální analýza a  $\beta$  koeficient akcii, který je použit v návaznosti na fundamentální analýzu na makroekonomické úrovni. Tato analýza je v samostatné kapitole, fundamentální analýzy odvětví a společností jsou uvedeny v oddílech analyzujících jednotlivé akciové společnosti.

Podkladovými materiály pro fundamentální analýzu jsou především výroční zprávy, tisková ohlášení, informace z obchodního rejstříku, zprávy a analýzy bank, obchodníků s cennými papíry a Ministerstva financí ČR.  $\beta$  koeficienty byly vypočítány na základě údajů o pohybech kurzů akcií a indexu PX na Burze cenných papírů Praha.

### 2.2 Analýza emitentů cenných papírů

Prvním krokem pro sestavení akciového portfolia je seznámení se s cennými papíry, resp. jejich emitenty. Vzhledem k omezení akcií, ze kterých budeme portfolio vytvářet, na systém SPAD Burzy cenných papírů Praha, není výběr investičních možností příliš široký. Můžeme vybírat jen z jedenácti společností. Na druhé straně umožňuje tato omezená nabídka zabývat se každou společností zvlášť a poměrně důkladně. Analýza každé společnosti je rozdělena do sedmi částí.

Nejdříve je v části **Základní informace o společnosti** uvedeno, kdy a kým byla společnost založena, kde sídlí, dále velmi stručná historie, oblast podnikání, nejvýznamnější dceřinné společnosti atd. Následuje část **Strategické kroky společnosti**, která popisuje vstupy na nové trhy, zavádění nových produktů, nákupy a odprodeje dceřinných společností a částí podniku, rozhodnutí o restrukturalizaci aj. Třetí část je **Očekávaný budoucí vývoj**, kde jsou uvedeny prognózy tržeb, zisku, připravované kroky, strategické cíle apod. Dále je uvedena část **Finanční stabilita společnosti**, která hodnotí historii hospodářských výsledků, zejména čistý zisk, ukazatel poměru tržní ceny akcie k zisku na akcii P/E, ukazatel poměru tržní ceny akcie k účetní hodnotě na akcii, ukazatele zadluženosti, ale přihlíží se i ke stabilitě výnosů

a k ratingovému hodnocení společnosti. Pátá část zkoumá **emitované akcie společnosti a strukturu akcionářů**, především jejich počet, druh, hlasovací práva, kolik akcií je v držení velkých akcionářů, kolik z nich je obchodováno na burze atd. Dále se zkoumá **závislost kurzu akcií společnosti na tržním indexu PX**. V této části jsou uvedeny  $\beta$  koeficienty akcií vyjadřující jejich závislost na indexu PX pro různá období. V **Závěru** jsou shromážděny poznatky z výše uvedených částí a je uveden stručný komentář.

V některých případech údaje nebo ukazatele chybějí, případně není dodržena výše uvedená struktura. Je to dáno tím, že daná data buď nebyla k dispozici, nebo nebyla jednoznačná. V případech, kdy byly v různých zdrojích uvedeny různé skutečnosti a vznikla vážná pochybnost o tom, které údaje jsou správné, byly provedeny zvláštní úpravy, například nahrazením blízkým údajem apod.

### **2.3 Očekávaný hospodářský vývoj**

V letech 2007 a 2008 má dojít k růstu českého hospodářství díky celosvětově očekávanému příznivému vývoji. Největší příspěvek na růstu světové ekonomiky budou mít Čína a Indie. Ve Spojených státech se očekává výraznější zpomalení růstu HDP na 2,5% v roce 2007 a 2,9% v roce 2008, v Evropské unii by mělo hospodářství růst stabilním dvouprocentním tempem s mírnou tendencí ke zvyšování růstu.

V oblasti veřejných rozpočtů je v České republice vývoj pro investory nepříznivý. Přestože hospodářský růst by měl umožňovat zlepšení situace, dochází stále k dalšímu zadlužování. V roce 2007, kdy mají výdaje vzrůst o 0,3%, se očekává další zvýšení tempa růstu vládního dluhu na 10,4%. V roce 2008 má dojít k poklesu vládních výdajů o 0,5%. Pozitivní je alespoň zamezení růstu tempa zvyšování rozpočtových schodků a plnění Konvergenčního programu z roku 2006, jehož cílem je odstranění nadměrného schodku do roku 2008.

Odhady budoucího vývoje jsou založeny na předpokladu, že bude uskutečněna reforma veřejných financí, kterou vláda České republiky předložila v dubnu tohoto roku.

Česká měnová politika je založena na inflačním cíli indexu spotřebitelských cen, který Česká národní banka v lednu 2006 stanovila na 3% s odchylkou 1% oběma směry. V březnu 2007 ČNB ohlásila, že v roce 2010 bude inflační cíl změněn na 2% se stejnou

odchylkou. Ve druhé polovině letošního roku se očekává mírné zvýšení úrokových sazeb stejně jako ve druhé polovině roku 2008, kdy by měly být sazby zvýšeny z důvodu ohlášeného snížení inflačního cíle.

Hospodářské prostředí by se mělo v budoucnosti zlepšit díky snížení administrativní zátěže podnikatelů. Ústřední orgány státní správy by měly zajistit do dubna 2010 snížení této zátěže o 20%. To by mělo mít nezanedbatelný ekonomický vliv, uvážíme-li, že v roce 2007 byly roční administrativní náklady vyčísleny na 86 mld. korun, což představuje 2,5% HDP.

Do roku 2010 by se měla snížit daň z příjmů právnických osob na 19%, současně by však mělo dojít k rozšíření daňového základu. Sazba daně z příjmů fyzických osob by měla od ledna 2008 být jednotná ve výši 15% a i v tomto případě by mělo dojít k rozšíření daňového základu. Zároveň se počítá se zrušením minimálního základu daně.

Za účelem zvýšení zaměstnanosti jsou navrhovány změny, které se snaží omezit zneužívání sociálních dávek, zajistit více cílené vyplácení a vytvořit tlak na nezaměstnané, kteří aktivně práci nehledají.

Potenciální produkt českého hospodářství rostl na začátku roku 2007 tempem přibližně 5% a došlo ke zvyšování produkční mezery, která se ve stejném období blížila 1%. Zlepšení je připisováno především rychlému tempu zvyšování efektivity produkčních faktorů téměř čtyřprocentním tempem.

Individuální konjunkturální indikátory, které vyjadřují názory respondentů na ekonomickou situaci, se v prvním čtvrtletí letošního roku s výjimkou průmyslu zvýšily. V následujících šesti měsících se očekává příznivý vývoj v průmyslu a v některých službách. Ve stavebnictví a v obchodě dojde patrně k mírnému poklesu důvěry. Podle názoru spotřebitelů by se měla zlepšit ekonomická situace i jejich finanční situace. Došlo také ke zmenšení obav z nezaměstnanosti a ke snížení ochoty spořit. Podle souhrnného indikátoru důvěry, který je váženým průměrem výše zmíněných indikátorů, by nemělo dojít v prvním pololetí roku letošního roku k výraznějšímu zpomalení tempa růstu.

Podle současných odhadů by růst hrubého domácího produktu měl v roce 2007 zpomalit na 5,3% a o rok později na 4,9%. Průměrná míra inflace by měla v letošním roce klesnout na 2,1% a v roce 2008 vzrůst na 3,2%. Míra nezaměstnanosti má

v letošním roce klesnout na 6,4% a v roce 2008 na 6,0%. Mělo by také docházet k pomalému posilování české koruny na hodnotu 27,3 korun za euro v příštím roce. Ve stejném období by měla poklesnout i cena ropy na 55,5 USD za barel.

Do konce roku 2007 bude poptávka po stavebních pracích zvýšená díky ohlášenému růstu daně z přidané hodnoty na tyto práce od počátku roku 2008. To povede pravděpodobně k poklesu tohoto odvětví po dobu několika měsíců roku 2008. Růst výdajů na konečnou spotřebu domácností podle očekávání poroste letos tempem 5,4% a v roce 2008 klesne na 3,8%. V letošním a následujícím roce by neměla mít bilance zahraničního obchodu na růst HDP prakticky žádný vliv.

Základní úroková sazba Evropské centrální banky vzrostla letos v březnu na 3,75%, ve Spojeném království došlo ke zvýšení v květnu na 5,5%, ve Spojených státech je základní sazba 5,25% a v České republice je dvoutýdenní repo sazba 2,5%. V roce 2007 se očekává průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů ve výši 3,8% a rok později ve výši 3,9%. Vyhledky českého hospodářství jsou pro letošní a příští rok velmi dobré, česká ekonomika poroste velmi pravděpodobně solidním tempem 5%. Pro investora však současný stav není tolik povzbudivý, protože část hospodářského cyklu, kdy je růst nejrychlejší, je pravděpodobně již v České republice na ústupu a vývoj nejrozvinutějších ekonomik, které mají největší celosvětový dopad, také nenaznačuje výraznější růst. Nedojde k pravděpodobně k většímu poklesu, ale zdá se, že nastane zpomalení růstu, které může být pro investora určitou hrozbou.

## 2.4 Analýza akciových společností

### 2.4.1 CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES

#### Základní údaje o společnosti

Akciová společnost Central European Media Enterprises (dále jen CME) je bermudská společnost, která byla založena 15. června 1994 Ronaldem Lauderem. Společnost CME podniká v oblasti komerčního televizního vysílání ve střední a východní Evropě. V současné době působí v České republice, Chorvatsku, Rumunsku, Slovinsku a na Slovensku a Ukrajině. CME vlastní svá aktiva prostřednictvím holdingových společností z Dánska a Holandských Antil. Na trzích, kde CME podniká, má podíly ve společnostech, které vlastní licenci na vysílání, a ve společnostech, které na základě této licence podnikají. V Chorvatsku, České republice, Rumunsku, na Ukrajině a Slovensku jsou vysílací licence přímo v majetku televizních stanic. Dceřinné společnosti CME uvádí tabulka č.1.

Stát	Společnost	Podíl CME na ZK
Chorvatsko	Nova TV d.d.	100%
Česká republika	CET 21 spol. s r.o.	100%
	Galaxie Sport s.r.o.	100%
Rumunsko	Media Pro International S.A.	90%
	Media Vision S.R.L.	75%
	Pro TV S.A.	90%
Slovensko	Slovenská televízna spoločnosť, s.r.o.	80%
	MARKÍZA-SLOVAKIA s.r.o.	0,1%
Slovenia	Produkcija Plus d.o.o.	100%
	Pop TV d.o.o.	100%
	Kanal A d.o.o.	100%
Ukrajina	Imnova Film GmbH	60%
	International Media Services Ltd.	60%
	Foreign Enterprise „Inter-Media“	60%
	Studio 1-1 LLC	60%
	Gravis LLC	60,4%

Tabulka č.1: Dceřinné společnosti CME

Rozsah hlasovacích práv v dečinných spoločnostech CME je shodný s podily základním kapitálu s výjimkou spoločností Slovenská televízna spoločnosť (podíl CME na hlasovacích právech je 89,8%), MARKÍZA SLOVAKIA (podíl CME na hlasovacích právech je 80%) a Studio 1–1 (podíl CME na hlasovacích právech je 18%).

### **Strategické kroky spoločnosti**

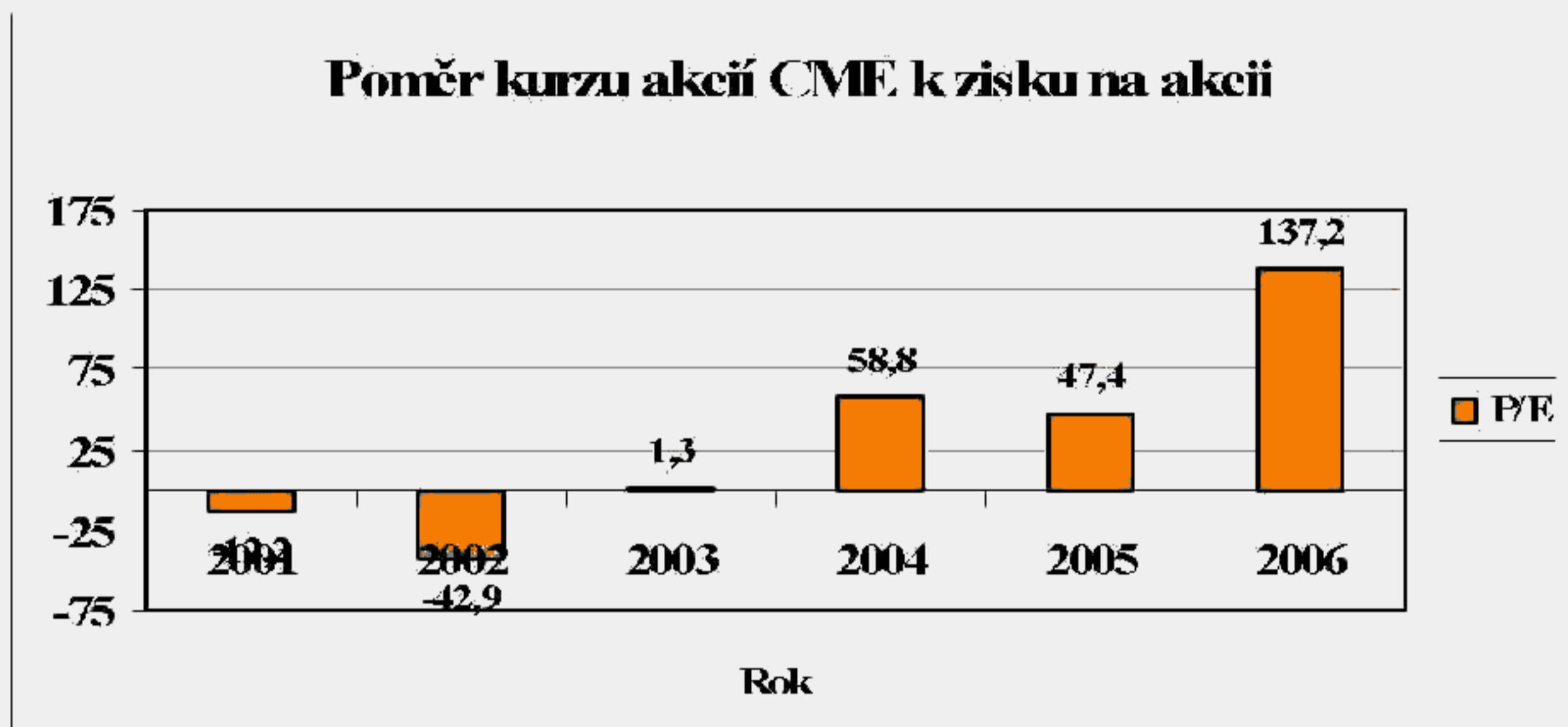
V květnu 2005 odkoupila CME 85% podíl ve skupině TV Nova od spoločnosti PPF za přibližně 630,3 mil. USD a později uplatnila opci na nákup zbývajících 15% za 216,4 mil. USD. Za účelem financování tohoto nákupu vydala CME v roce 2005 3,5 milionu akcií třídy A. V září 2005 odkoupila skupina CME 100% podíl ve spoločnosti Galaxie Sport s.r.o. od spoločnosti PPF za přibližně 50 mil. korun. V květnu 2006 koupila CME od Petera Kršáka 16,67% podíl ve spoločnosti CET 21. Dále pak spoločnost VILJA a.s. zakoupila 1,25% podíl ve spoločnosti CET 21 od České spořitelny a.s. a stejný podíl od akciové spoločnosti PPF. Prostřednictvím své 100% vlastněné spoločnosti VILJA tak spoločnost CME nabyla 100% podíl na hlasovacích právech i majetku CET 21.

V únoru 2006 koupila CME 5% podily ve spoločnostech Pro TV, Media Pro International a Media Vision od Adriana Sarbu, generálního ředitele CME v Rumunsku, za 27,2 mil. USD, čímž získala 90% podíl ve spoločnostech Pro TV a Media Pro International a 75% podíl v Media Vision. V lednu 2006 byla dokončena akvizice spoločnosti Markíza, která vlastní licenci pro vysílání MARKÍZA TV, nákupem 100% v akciové spoločnosti A.R.J., a.s. vlastníci 46% podíl v Markíze. V červnu 2005 se stala CME 100% vlastníkem spoločnosti Produkcja Plus díky nákupu 3,15% podílu, který jí za 5,7 mil. USD prodal soukromý investor Marijan Jurenc. V lednu 2006 také došlo k posílení podílů v ukrajinských spoločnostech a dále k nákupu dvou menších ukrajinských televizí.

### **Očekávaný budoucí vývoj**

V roce 2006 byl zahájen a v roce 2007 má pokračovat a přinést očekávané výsledky restrukturalizační proces podnikání v České republice a na Slovensku, který zahrnuje úsporná opatření a změnu způsobu prodeje reklamního času. Dále se očekává rozvoj televizních stanic na Ukrajině KINO a CITI, provozované společností Gravis. Společnost CME bude také usilovat o nákup dalších akcií ve společnostech, kde nemá

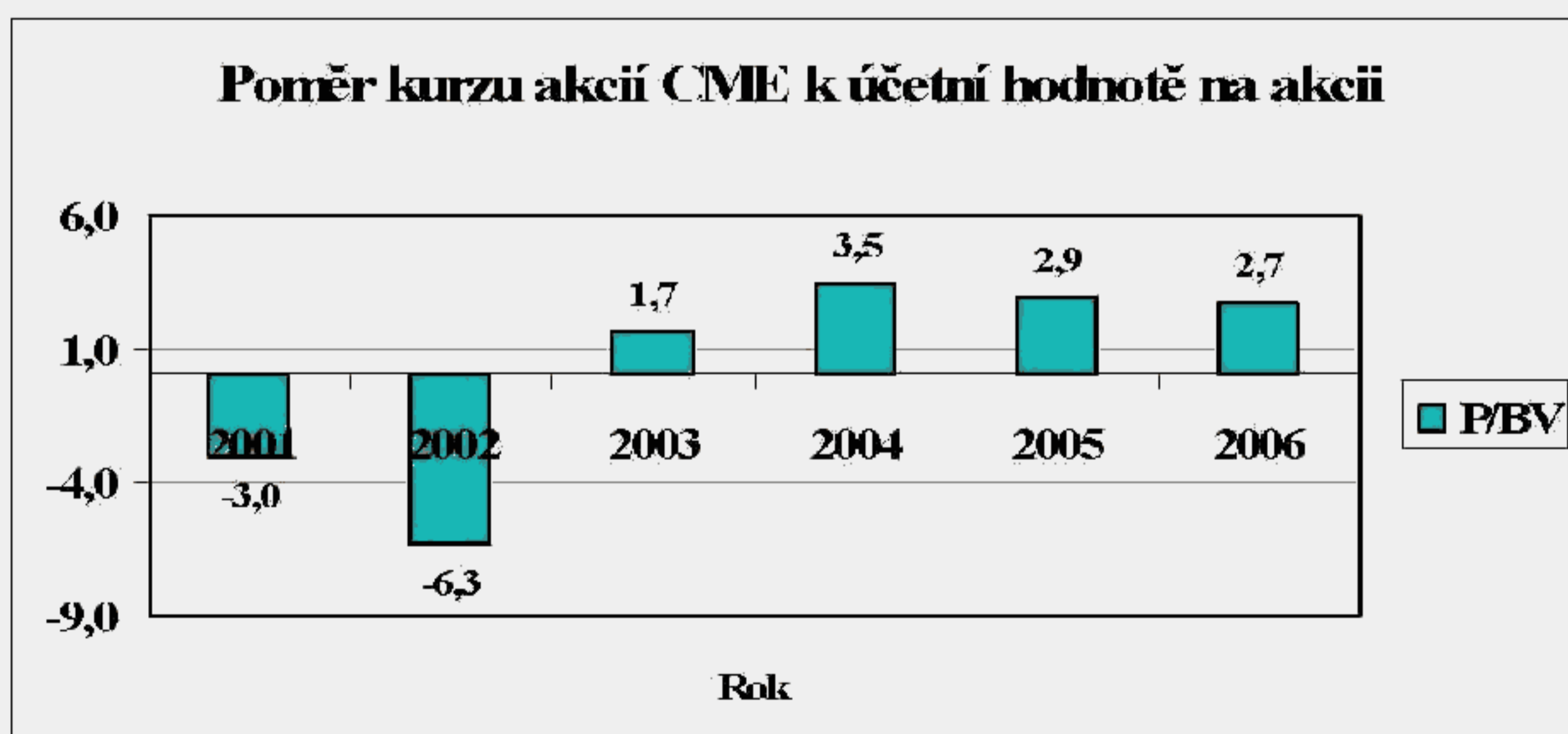
100% podíl. Rovněž bude usilovat o akvizice dalších televizních společností na Ukrajině, Slovensku a v Rumunsku, budou-li k tomu vhodné příležitosti.



Graf č.1: P/E akcií CME

#### Finanční stabilita společnosti

Hospodářský výsledek společnosti je velmi rozkolísaný. V loňském roce činil 20,4 mil. USD, což představuje meziroční pokles o 52% a nárůst o přibližně 11% ve srovnání s rokem 2004. V roce 2003 dosáhl naopak velmi vysoké hodnoty 346 mil. USD. Toto kolísání je způsobeno tím, že společnost má často vysoké výnosy za mimořádnou činnost. Hospodářský výsledek na akcii činil v minulém roce 0,51 USD, což znamená meziroční pokles o 58%. V letech 2001 a 2002 byl zisk na akcii záporný ve výši -1 USD, zatímco v roce 2003 dosáhl hodnoty 13 USD.



Graf č.2: P/BV akcií CME

Ratingové hodnocení společnosti CME od agentury Standard & Poor's na konci roku 2006 bylo BB- se stabilním výhledem. Ke stejnému datu byla společnost hodnocena ratingem Ba3 se stabilním výhledem od agentury Moody's Investors Service.

#### **Emitované akcie a struktura akcionářů**

K 20. únoru 2007 byl základní kapitál společnosti tvořen 34 412 138 kusy akcií třídy A a 6 312 839 mil. kusy akcií třídy B. Práva vyplývající z držení akcií tříd A a B se liší pouze tím, že akcie třídy A nese jedno hlasovací právo, zatímco akcie třídy B deset hlasovacích práv.

S akciemi CME třídy A se začalo obchodovat na americkém trhu technologických společností NASDAQ v říjnu 1994. K poslední emisi akcií třídy A došlo 29. března 2006, kdy bylo vydáno 2 530 000 kusů. Společnost vydala také akcie třídy B, které nejsou obchodovány na žádném veřejném trhu.

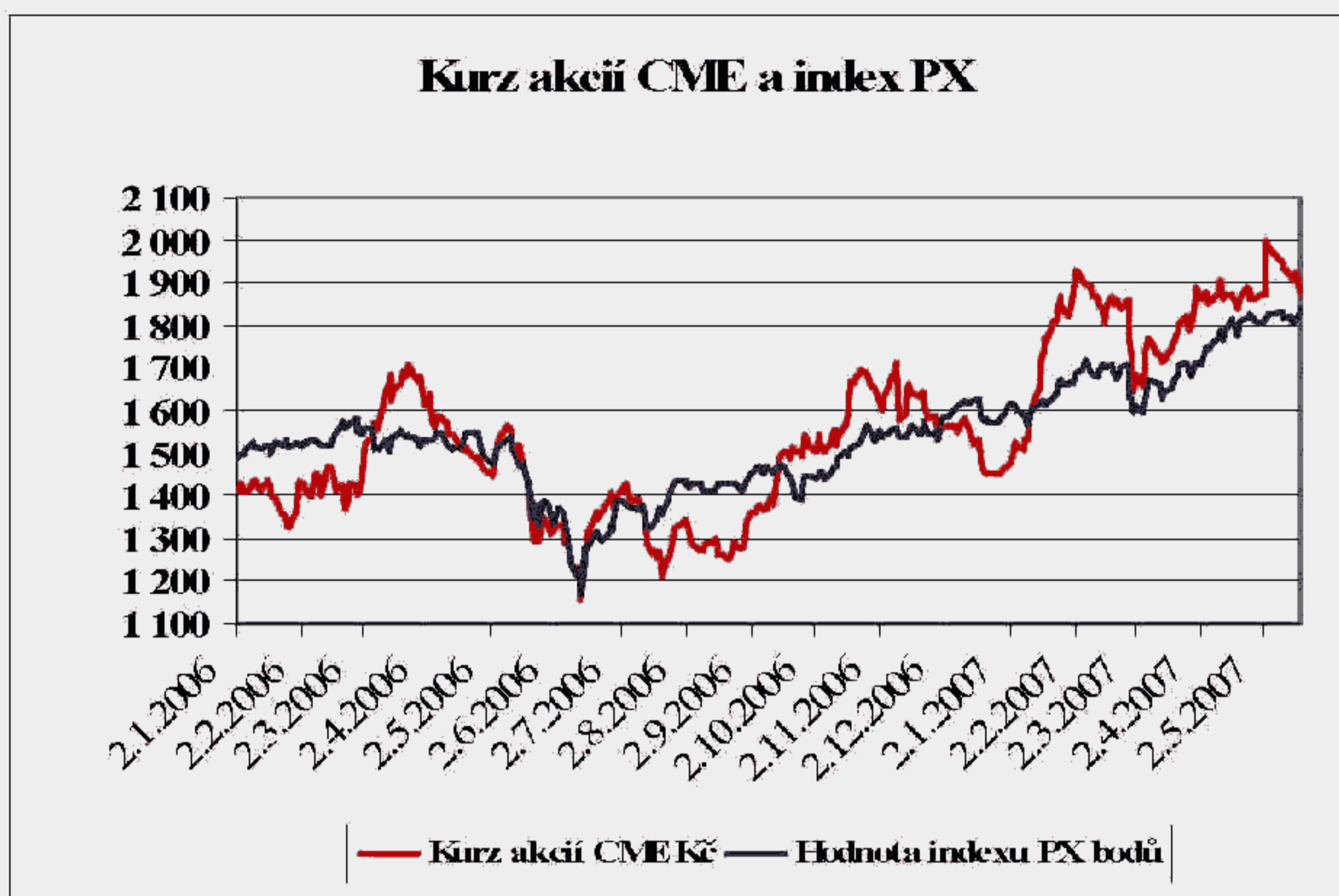
CME doposud nevyplatila žádnou dividendu a v dohledné době také nezamýšlí dividendu pro žádný druh akcií vyplatit.

#### **Závislost akcií CME na indexu PX**

<b>Období</b>	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
<b>Počet obchodních dní</b>	23	176	5
<b>Vývoj trhu</b>	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
<b>β koeficient akcií CME</b>	0,70	0,81	1,23

Tabulka č.2: Závislost akcií CME na indexu PX

Kurz akcií společnosti CME se dlouhodobě mění pomaleji než index PX na pražské burze. Zajímavé je, že v době poklesu v květnu a červnu 2006, klesal kurz relativně pomaleji, než rostl v následujícím období růstu trhu. Obvykle bývá β koeficient při poklesu trhu vyšší, což nastalo při poklesu na přelomu března a února 2007.



Graf č.3: Kurz akcií CME

### Závěr

Společnost CME se překotně rozvíjí a její akcie za posledních pět posílily na amerických burzách řádově o tisíce procent. V minulém roce se však již akcie této společnosti vykazovaly běžné zhodnocení. Skutečnost, že jejich kurz vykázal vyšší citlivost na růst indexu než na jeho pokles, je pro investora velmi příznivá. Na druhé straně jsou však zcela nepřijatelné extrémní výkyvy v hospodářských výsledcích a velmi vysoké hodnoty ukazatelů P/E a P/BV.

## 2.4.2 ČEZ, a.s.

### Základní informace o společnosti

Akciová společnost ČEZ byla založena Fondem národního majetku České republiky a vznikla v roce 1992. Tato společnost je jedním z největších energetických podniků ve střední a jihovýchodní Evropě. Podle instalovaného výkonu a počtu zákazníků je na osmém místě v Evropě. ČEZ se zabývá především výrobou elektřiny, provozováním elektrické distribuční soustavy na většině území České republiky a výrobou tepla. Mezi vedlejší činnosti této společnosti patří telekomunikace,

informatika, jaderný výzkum, těžba surovin a další aktivity. ČEZ podniká v České republice, kde je nejsilnějším podnikem na trhu s elektřinou, na Slovensku a Ukrajině, v Polsku, Maďarsku, Rumunsku, Bulharsku, Srbsku, Kosovu a v Bosně a Hercegovině. Struktura skupiny ČEZ je velmi rozsáhlá, ke konci roku 2006 měla 98 společností. 66 z nich jsou české a 32 je zahraničních subjektů. Účetní hodnota majetkových účastí ČEZ vzrostla v loňském roce o 27 mld. na 102 mld. korun. Nejvýznamnější oblasti podnikání členů skupiny ČEZ jsou výroba a obchod elektrickou energií, distribuce a prodej elektrické energie a těžba surovin.

### **Strategické kroky společnosti**

Společnost ČEZ byla podle požadavků zákona nucena začátkem minulého roku oddělit státem regulované od neregulovaných činností. Tuto odluku společnost uskutečnila vytvořením dceřiných společností. ČEZ nadále podniká v neregulovaných činnostech, tj. výrobě a obchodu s energií, a dceřinné společnosti se zabývají regulovanou činností – distribucí elektřiny. K podobnému oddělení došlo začátkem roku 2007 v Bulharsku a v budoucnu proběhne i v Rumunsku.

V roce 2004 získala společnost ČEZ podíly ve dvou elektro-energetických společnostech v Rumunsku. A o rok později v dalších dvou.

V roce 2005 byla dokončena akvizice tří bulharských elektrárenských společností, ve kterých ČEZ získal 67% podíl za 8,7 mld. Kč. V témže roce proběhla také akvizice jedné rumunské společnosti distribuující elektrickou energii za cca. 170 mil. euro. ČEZ rovněž vlastní jednu distribuční bulharskou společnost.

V prosinci 2005 se uskutečnila akvizice Severočeských dolů, a.s. V květnu 2006 získala společnost ČEZ většinový podíl v polských elektrárenských společnostech Elektrownia Skawina S.A. a Elektrociepłownia Chorzów Sp. z o.o. celkem za 383 mil. euro. V říjnu nabyla společnost ČEZ 100% podíl v bulharské elektrárně Varna za 206 mil. euro.

V lednu 2006 začala společnost ČEZ obchodovat na amsterodamské burze s povolenkami na emise oxidu uhličitého.

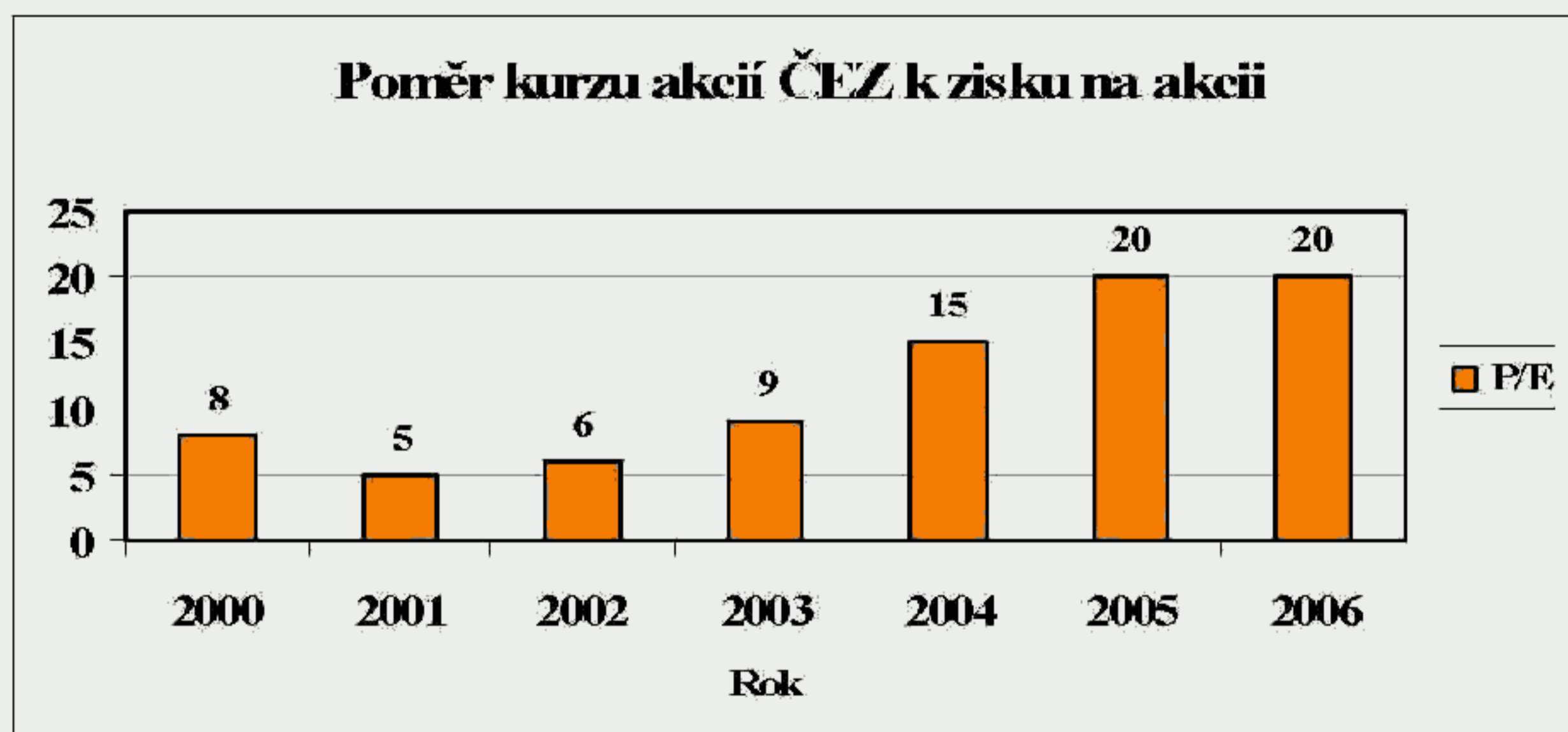
### **Očekávaný budoucí vývoj**

Společnost ČEZ zamýšlí pokračovat v expanzi do střední a jihovýchodní Evropy. Za tímto účelem byly stanoveny tři strategické plány. Prvním je plán „Integrace

a zvýšení efektivity“, který má probíhat v letech 2004 až 2008 a předpokládá zvýšení ročního zisku nejpozději od roku 2009 o 3 mld. Kč ročně. Dále je pro léta 2004 až 2010 stanoven plán „Akvizice a expanze“ a pro roky 2007 až 2020 plán „Obnova výrobních zdrojů“, jehož účelem je obnova a modernizace stávajících elektráren spalujících hnědé uhlí, kterým po roce 2010 začne končit životnost.

Energetický sektor bude ovlivněn způsobem a intenzitou regulace vypouštění emisí. Energetická politika Evropské unie rovněž velmi pravděpodobně bude směřovat k snižování energetické náročnosti a k diverzifikaci energetických zdrojů.

Společnost ČEZ očekává, že se v nejbližších letech budou v souladu s celkovým směřováním k jednotnému trhu Evropské unie propojovat středoevropské trhy a bude docházet ke sbližování velkoobchodních cen, tedy ke zvyšování cen, za které ČEZ prodává. Pro rok 2008 odhaduje ČEZ nárůst velkoobchodních cen o 24% a růst konsolidovaného čistého zisku o 22%. I v dalších letech lze očekávat zdražování. V blízké budoucnosti bude kurz akcií ČEZ ovlivněn tím, že Česká republika prodá 7% podíl ve firmě (41 mil. kusů akcií) prostřednictvím akciových trhů. Vliv na kurz akcií budou mít také plánované nákupy vlastních akcií společností ČEZ. Podle rozhodnutí valné hromady nakoupí ČEZ až 10% svých akcií v průběhu následujícího roku a půl. Společnost již nakoupila 223 tisíce vlastních akcií za 1002 korun.

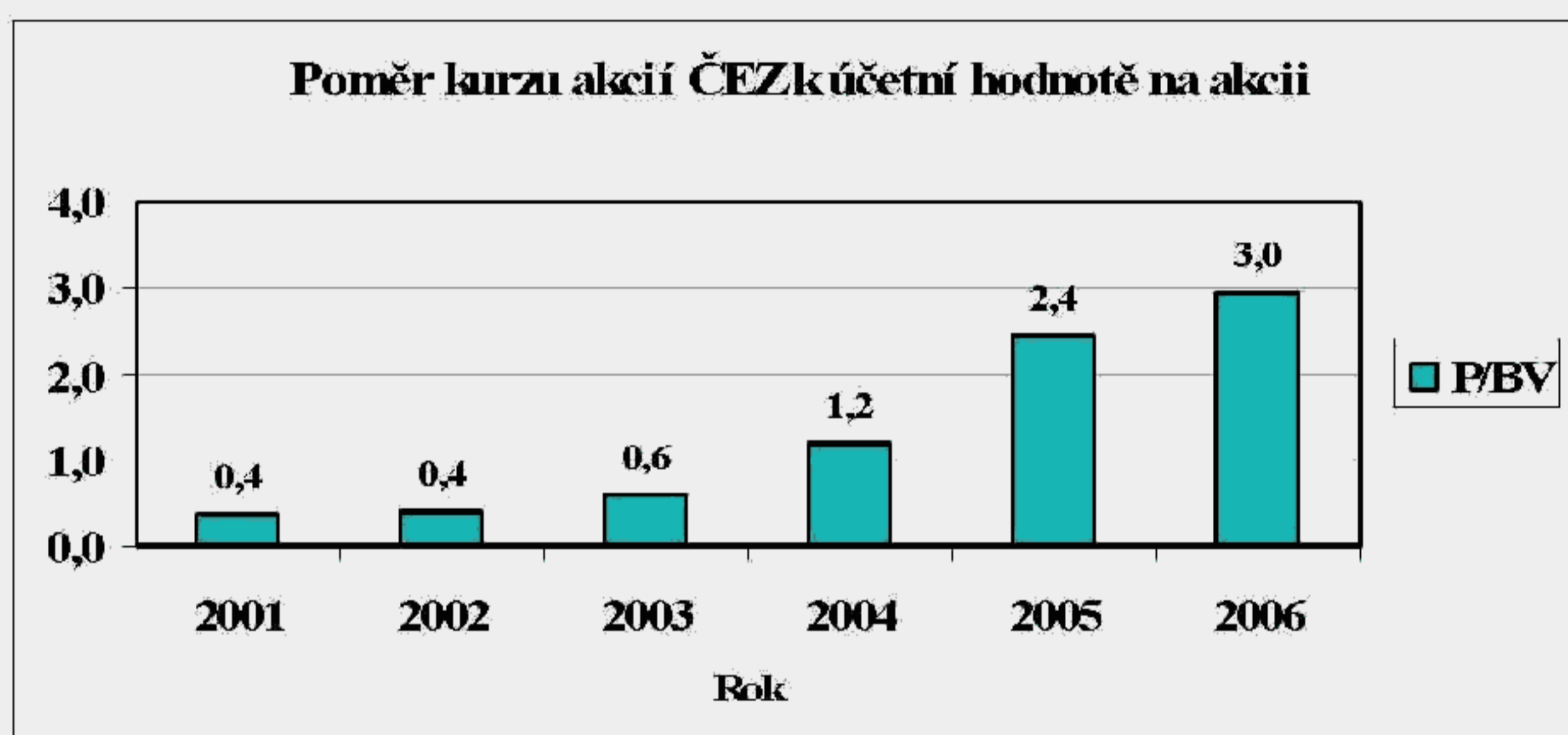


Graf č.4: P/E akcií ČEZ

## Finanční stabilita společnosti

Čistý zisk společnosti ČEZ za posledních šest účetních období roste průměrným tempem 26% ročně. V loňském roce se zvýšil o 29% na téměř 29 mld. korun. Obdobně se vyvíjí zisk na akcii, který činí za rok 2006 47 Kč. Výsledky společnosti jsou velmi stabilní a spolu se zvyšováním zisků dochází i ke snižování zadluženosti a růstu provozních peněžních toků. V minulém roce došlo ke snížení poměru čistého dluhu k vlastnímu kapitálu na 9%. V roce 2001 činil tento poměr 33%.

Růst poptávky po elektřině je dlouhodobě asi 3,5x pomalejší než růst hrubého domácího produktu. V nejbližších letech se očekává nárůst poptávky po elektrické energii tempem 2% ročně. Dlouhodobě však dochází ke zvyšování cen, za které společnost ČEZ elektřinu prodává.



Graf č.5: P/BV akcií ČEZ

Společnost ČEZ si nechala vypracovávat ratingové hodnocení od agentur Moody's a Standard&Poor's. Moody's přidělila společnosti ČEZ v září 2005 hodnocení A2 a Standard&Poor's v říjnu 2006 hodnocení A-.

## Emitované akcie, struktura akcionářů

Společnost ČEZ emitovala 15.2.1999 zaknihované akcie na majitele s nominální hodnotou 100 Kč v počtu 592 210 843 kusů. S akciemi ČEZ se obchoduje na Burze cenných papírů Praha, v RM-systému a od října 2006 také na burze ve Varšavě. Struktura akcionářů společnosti k 31.12.2006 je tabulce č.3.

<b>Akcionář</b>	<b>Podíl na ZK v % k 31.12.2006</b>
Česká republika	67,61
Ostatní domácí právnické osoby	4,53
Zahraniční právnické osoby	19,77
Správci	3,45
Domácí fyzické osoby	4,54
Zahraniční fyzické osoby	0,11

Tabulka č.3: Dceřinné společnosti ČEZ

### **Závislost kurzu akcií ČEZ na tržním indexu PX**

Kurz akcií ČEZ se dlouhodobě vyvíjí téměř o 50% rychleji než index PX pražské burzy. Pro investora je velmi zajímavá nižší vazba na vývoj trhu v době poklesu v květnu a červnu, kdy kurz těchto akcií klesal přibližně rychle jako index PX.

<b>Období</b>	<b>12.5.-13.6.06</b>	<b>14.6.06-23.2.07</b>	<b>27.2.-5.3.07</b>
<b>Počet obchodních dní</b>	23	176	5
<b>Vývoj indexu PX</b>	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
<b><math>\beta</math> koeficient akcií ČEZ</b>	1,08	1,45	1,52

Tabulka č.4: Závislost akcií ČEZ na indexu PX



Graf č.6: Kurz akcií ČEZ

#### Závěr

Společnosti ČEZ, se v uplynulých pěti letech podařilo úspěšně restrukturalizovat výrobu a razantně zlepšit své hospodářské výsledky. Rovněž zahájila ambiciózní program expanze do zahraničí a i na domácím trhu, kde proběhly již určité liberalizační kroky, si uchovává své dominantní postavení. Má tedy dobré předpoklady k růstu i do budoucna, kdy se může stát jednou z největších energetických společností Evropy. Pro investora jsou vykázané výsledky velmi povzbudivé, což se již také silně odrazilo v na akciovém kurzu. Od roku 2001 do roku 2006 došlo téměř desetinásobnému nárůstu kurzu akcií ČEZ.

ČEZ, bude pravděpodobně v budoucnu těžit z restrukturalizací v nakoupených zahraničních společnostech a také ze zvyšujících se cen na českém trhu při postupující liberalizaci trhu s elektrickou energií.

## **2.4.3 ECM REAL INVESTMENTS**

### **Základní údaje o společnosti**

Akciová společnost ECM REAL INVESTMENTS (dále je ECM) byla založena 1. července 1998 v Lucembursku za účelem pokračování v podnikání svých zakladatelů od roku 1991. V současnosti je ECM holding v čele skupiny společností podnikajících s nemovitostmi. Společnost podniká v oblasti realit a provádí investice a výstavbu nemovitostí. Investice společnosti se zaměřují na kancelářské prostory, prostory pro maloobchod a hotely. ECM provádí výstavbu zejména kanceláří, bytových domů, nemovitostí pro provozování maloobchodu, hotelů a technologických parků.

Společnost ECM vlastní podíly v dalších společnostech v České republice, na Kypru, v Rusku a Číně. Nejvýznamnější jsou 100% podíl v komanditní společnosti ECM Real Estate Investments, 49,5% podíl v ECM Airport Center a.s., 98,39% podíl v ECM Finance a dále 95% podíly v akciových společnostech TABULA MAIOR a TABULA MINOR.

### **Strategické kroky společnosti**

V roce 1999 zakoupila skupina první vlastní nemovitosti pro své podnikání a uzavřela dlouhodobou smlouvu se společností Marriott Hotels International B.V. na správu hotelových budov. V roce 2004 Karl Heinz Hauptmann, jeden ze zakladatelů společnosti, prodal svůj podíl Milanovi Janků, který se tak stal většinovým akcionářem společnosti.

V roce 2005 vstoupila společnost ECM na ruský trh a otevřela svou pobočku v Moskvě. V loňském roce začala skupina ECM poskytovat služby správy nemovitostí a vypracování rozvojových projektů. Na lucemburskou burzu byly také společností uvedeny dvě emise dluhopisů s warranty. Vloni také prodala nadace Glandor svůj podíl Milanovi Janků, který se tak stal držitelem veškerých akcií společnosti ECM. Ten poté převedl celý svůj podíl v ECM na holdingovou společnost ECM Group N.V.

V lednu 2006 vstoupila společnost do podniku joint venture s pobočkou Citigroup, se kterou bude podnikat v České republice mimo území Prahy. Od 7. prosince 2006 je společnost kótována na pražské burze.

### **Očekávaný budoucí vývoj**

Společnost ECM si stanovila strategický cíl expandovat do střední a východní Evropy a do Ruska. Hlavní podnikání společnosti se v současnosti uskutečňuje v České republice. Skupina ECM zamýšlí rozšiřovat svá aktiva tak, aby diverzifikovala svou činnost z hlediska tržních segmentů i z hlediska geografického.

### **Finanční stabilita společnosti**

V minulém roce došlo ke zvýšení čisté hodnoty aktiv společnosti o 200% na 195,2 milionu eur. To odpovídá zředěné čisté hodnotě aktiv na akcii přibližně 42 eur, resp. 50,5 eur na akcii bez zředění. Ve stejném období došlo také ke snížení provozního zisku téměř o 70% na 9,4 mil. eur. Čistý zisk činil 19 milionů eur, což představuje meziroční pokles o 8,5%. Základní zisk na akcii činil v loňském roce 7,3 eur, zředěný činil 5,7 eur. Společnost ECM podle svého vyjádření v době emitování akcii nemá v úmyslu vyplácet dividendu do roku 2007. Za rok 2006 vzrostla hodnota aktiv společnosti o více než 151%. Hodnota závazků vzrostla ve stejném období o 153%

Poměr kurzu akcie k zisku na akcii P/E byl na konci roku 2006 6,86. Poměr kurzu akcie k účetní hodnotě na akcii P/BV činil v téže době 1,64 a celková zadluženost společnosti byla 0,65.

### **Emitované akcie a struktura akcionářů**

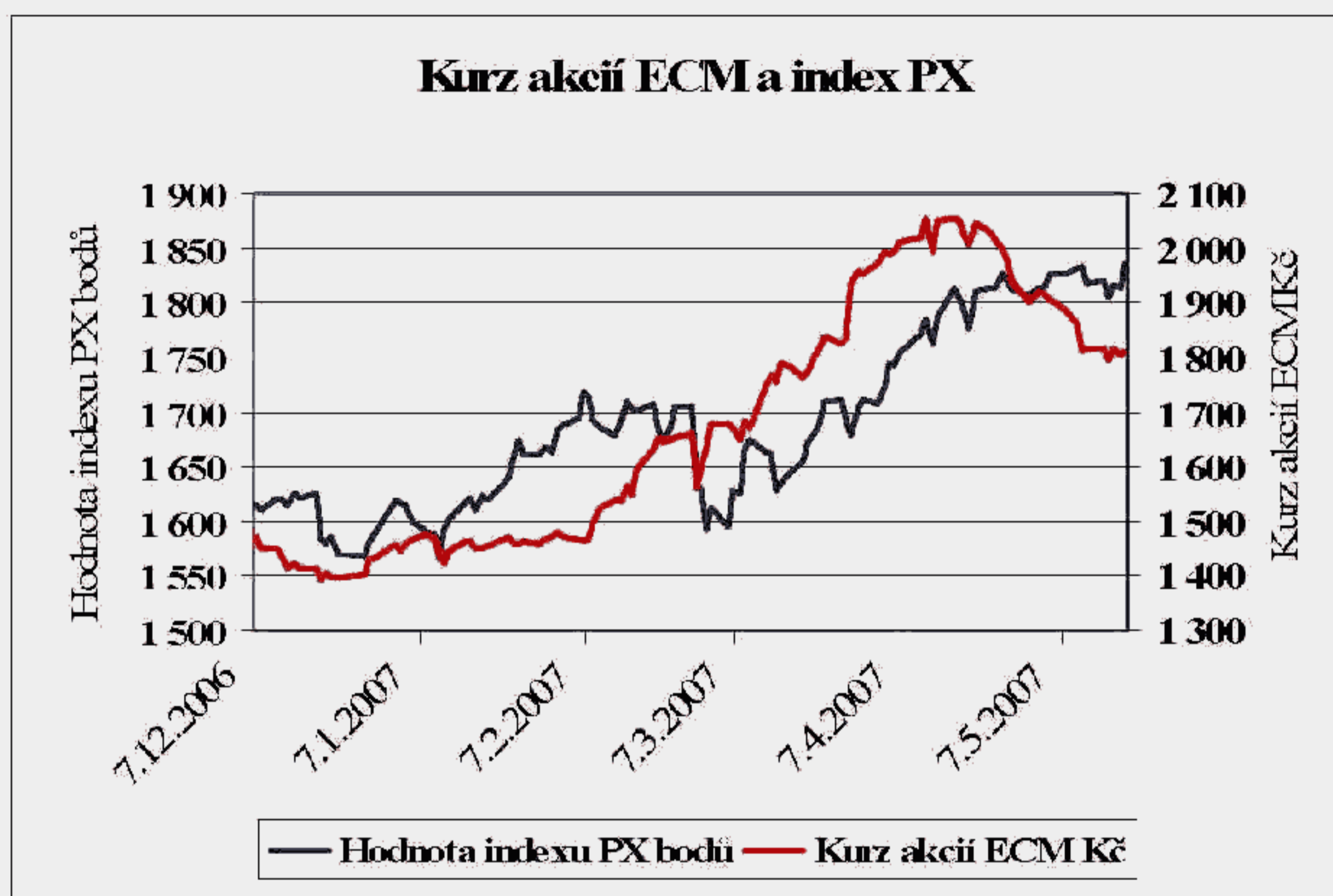
Společnost emitovala 3 862 500 kusů akcii na majitele o jmenovité hodnotě 1,7 euro za akcii, které jsou obchodovány na Burze cenných papírů Praha. Většinový podíl na základním kapitálu je v majetku společnosti ECM Group N.V., která vlastní 57% akcii. Zbývajících 43% akcii je v držení ostatních investorů.

### **Závislost kurzu akcii ECM na tržním indexu PX**

<b>Období</b>	<b>7.12.06-23.2.07</b>	<b>27.2.-5.3.07</b>
<b>Počet obchodních dní</b>	54	5
<b>Vývoj indexu PX</b>	růst o 6,6%	pokles o 6,5%
<b><math>\beta</math> koeficient akcii ECM</b>	0,86	1,52

Tabulka č.5: Závislost akcii ECM na indexu PX

Kurz akcií ECM se pohyboval od uvedení na trh do poklesu trhu koncem února 2007 pomaleji než index PX. V době následujícího poklesu trhu ztratil o 50% více než index PX. Takové hodnoty jsou pro investora poměrně nepříznivé. Akcie ale zatím nejsou na trhu dostatečně dlouho, aby vypovídací hodnota  $\beta$  koeficientů byla dostatečně vysoká.



Graf č.7: P/E akcií ECM.

### Závěr

Hospodaření společnosti ECM je nutno hodnotit s ohledem na to, že v loňském roce došlo ke zvýšení základního kapitálu společnosti na dva a půl násobek díky emisi nových akcií na Burzu cenných papírů Praha.

Tato mladá společnost podniká oboru, který se v současnosti úspěšně rozvíjí a je investory značně oblíben. Riziko však představuje nedostatečná diverzifikace podnikatelských aktivit do různých regionů a rozvíjení podnikání na rizikovém ruském trhu.

Negativní zprávou pro investory je špatný přístup k informacím o aktivitách společnosti. Ukazatele P/E a P/BV značí, že akcie společnosti jsou sice relativně levné, společnost je však značně zadlužena.

## 2.4.4 ERSTE BANK

### Základní údaje o společnosti

V roce 1819 byla na popud císaře Františka I. založena spořitelní instituce „Verein der Ersten österreichischen Sparkasse“. Od té doby se tato banka vyvinula v nadnárodní společnost s komplexní nabídkou finančních služeb, která působí na většině území střední a východní Evropy a zaměřuje se především na drobnou klientelu. Dnes patří do skupiny Erste Bank vedle mateřské společnosti téměř čtyřicet finančních a více než třicet nefinančních institucí, v nichž má Erste bank většinou rozhodující podíl. Nejvýznamnější společnosti skupiny se základním kapitálem nad 400 mil. euro jsou uvedeny tabulce č.6.

V současnosti působí Erste Bank téměř na všech trzích střední a východní Evropy, tedy na území se 120 miliony obyvateli, z nichž 15,9 milionu jsou již klienty banky.

Společnost	ZK v mil. EUR	Podíl Erste Bank na ZK%
Skupina Allgemeine Sparkasse Oberösterreich Bankaktiengesellschaft	451,9	26,9%
Banca Comercială Română S.A.	1255,8	69,2
Skupina Česká spořitelna a.s.	1814,1	98%
Skupina Erste Bank Hungary Nyrt.	456,3	99,9%
Skupina IMMORENT AG	450,5	100%
Skupina Slovenská sporiteľňa	592,3	100%
Skupina Steiermärkische Bank und Sparkassen Aktiengesellschaft	720,9	25%
Aviso Alpha Veranlagung GmbH	442,0	22,9%

Tabulka č.6: Dceřinné společnosti Erste Bank

### Strategické kroky společnosti

V roce 1997 se Erste Bank sloučila s Giro Credit a dále nabyla v akvizici 84% akcií Mezőbank, desáté největší maďarské banky. V prosinci téhož roku byly akcie při

historicky největší primární emisi o objemu 508 milionů eur uvedeny na vídeňskou burzu a byly zahrnuty do indexu ATX.

V roce 2000 vstoupila Erste Bank na český trh nákupem 52% akcií České spořitelny. O rok později získala Erste Bank většinový podíl ve Slovenské spořitelně. V letech 2003 a 2004 došlo k fúzím bank ze skupiny Erste s dalšími bankami v Chorvatsku a Maďarsku. V roce 2005 vstoupila Erste Bank na srbský a rumunský trh nákupem 62% akcií největší rumunské banky Banca Comercială Română S.A. V srpnu došlo k dovršení akvizice většinového podílu v srbské bance Novosadska banka a.d.

V loňském roce uzavřela Erste Bank dohodu o nákupu 50,5% Bank Prestige a připravila si tak cestu na ukrajinský trh v lednu 2007. Ve stejné době uzavřela Erste Bank smlouvu o koupi 100% podílu v jedné z největších chorvatských společností vydávající kreditní karty Diners Club Adriatic d.d. Croatia.

V minulém roce učinila Erste Bank také nabídku zaměstnancům společnosti Banca Comercială Română na odkup jejich podílů u svého zaměstnavatele výměnou šesti akcií za jednu akcii Erste Bank. Tento obchod se uskutečnil v objemu 289 milionů eur.

### **Očekávaný budoucí vývoj**

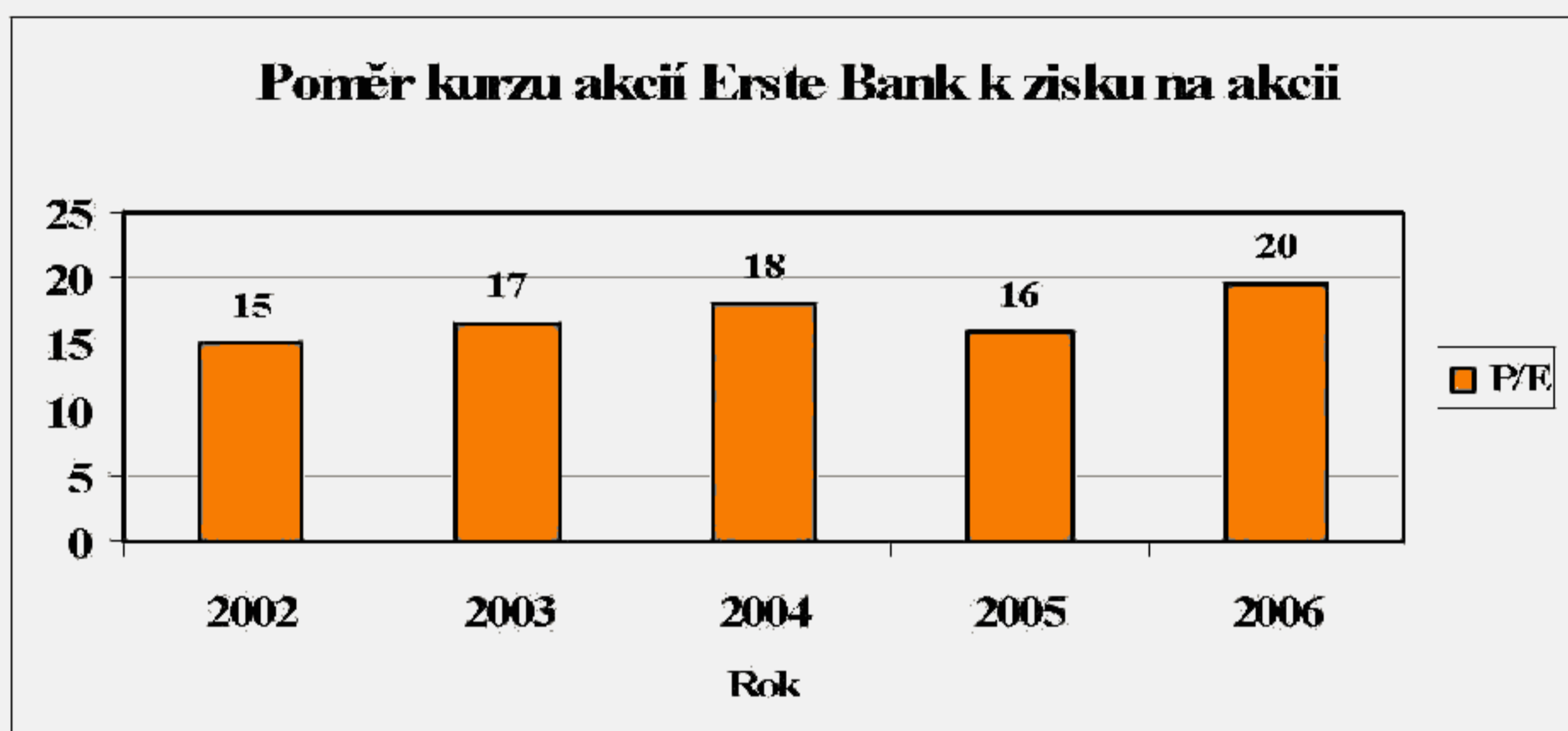
V roce 2006 byl zahájen proces transformace struktury skupiny a systému řízení, který spočívá ve vytvoření holdingové struktury, která již nebude soustředěna na rakouský trh jako na nejvýznamnější. V první fázi, která má být dokončena do června 2007, dojde k vnitřnímu oddělení a právní přeměna na holding bude dokončena v červnu 2008.

Od nové struktury si banka slibuje zvýšení čistého zisku o více než 20% ročně do roku 2009. U společnosti Banca Comercială Română S.A. je očekávaný nárůst zisku ještě o 5% pro rok 2007 vyšší a pro další dvě léta se počítá s dokonce 40% růstem zisku. Dále se očekává snížení poměru nákladů k výnosům pod 55% v roce 2007 a zvýšení ROE na 18 až 19% z hodnoty 13,7% v roce 2006.

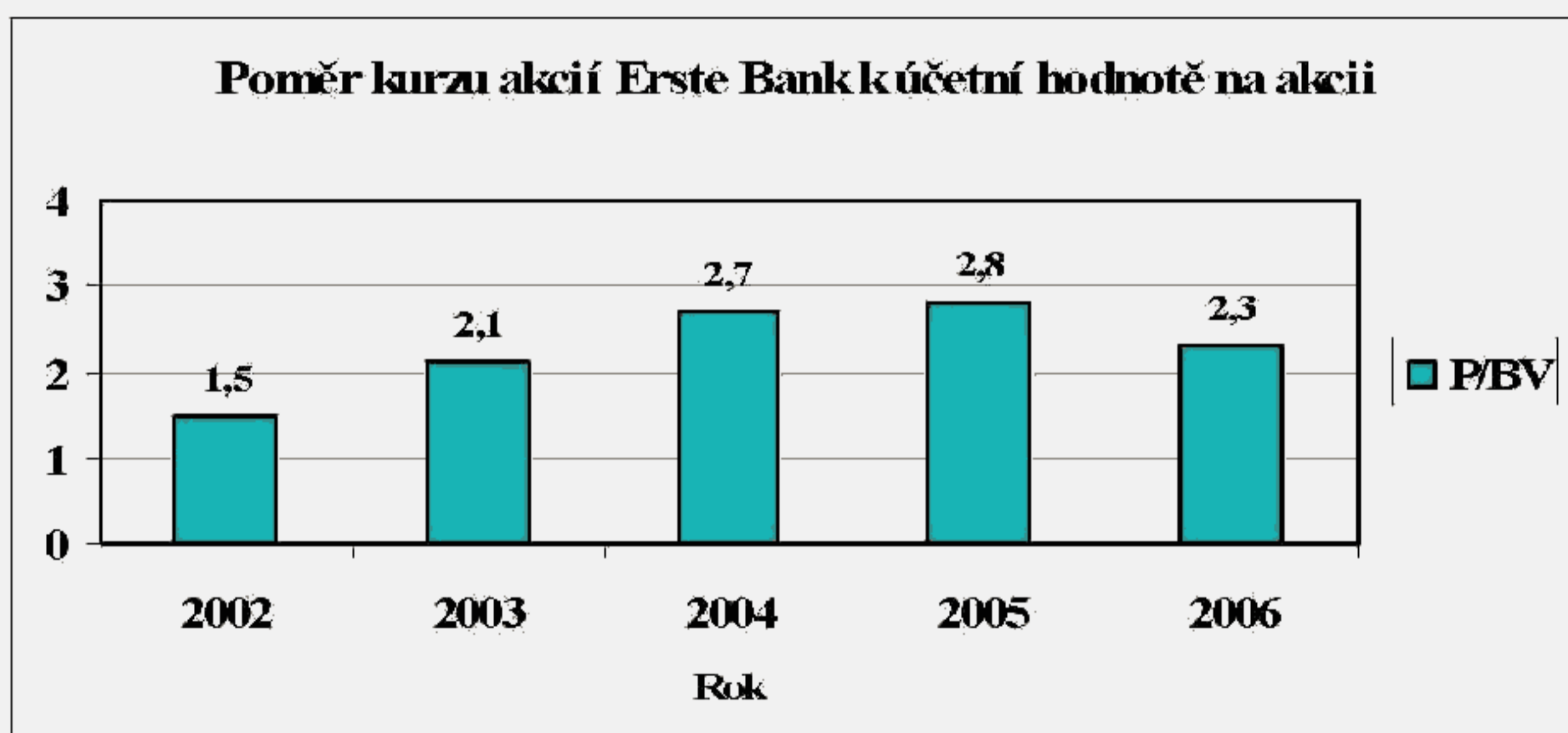
### **Finanční stabilita společnosti**

Erste Bank má ratingové hodnocení od tří agentur. Dlouhodobé ratingové hodnocení od agentury Fitch je „A“, od agentury Moody's Investor Service „A1“ a od Standard&Poor's „A“.

Provozní zisk Erste Bank roste v posledních pěti obdobích stabilním tempem přibližně 15% ročně a čistý zisk tempem přibližně 38% ročně. Ukazatel ROE se v roce 2006 po třech letech růstu snížil o 5,5% na 13,7%. Čistý zisk skupiny rovněž roste posledním pět období rychlým tempem průměrně 38% ročně. Poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii za posledních pět let mírně roste a v roce 2006 činil 19,7. Poměr kurzu akcie k účetní hodnotě na akcii do minulého roku rostl, ale v roce 2006 klesl na hodnotu 2,3.



Graf č.8: P/E akcií Erste Bank



Graf č.9: P/BV akcií Erste Bank

Erste Bank nevyhlásila žádnou dividendovou politiku, ovšem stanovila si cíl zvýšit každoročně dividendu o minimálně 10%. V posledních letech Erste Bank pravidelně vyplácela dividendu ve výši zhruba 20% zisku na akcii.

#### **Emitované akcie a struktura akcionářů**

Akcie Erste Bank jsou kótovány na burze ve Vídni a od října 2002 také v Praze. V lednu 2006 emitovala Erste Bank přibližně 59 milionů akcií na doručitele za cenu 45 eur a získala tak více než 2,7 miliardy eur. Na konci roku 2006 bylo celkem byl počet emitovaných akcií 315 296 185 kusů. Strukturu akcionářů ke konci roku 2006 uvádí tabulka č.7.

<b>Akcionář</b>	<b>Podíl na ZK %</b>
Austria Versicherungsverein	4,9
Capital Research and Management	5,0
Institucionální investoři	41,9
Soukromá nadace Österreichische Spar-Kasse	30,5
Zaměstnanci	3,0
Spořitelny	6,9
Soukromí investoři	7,8

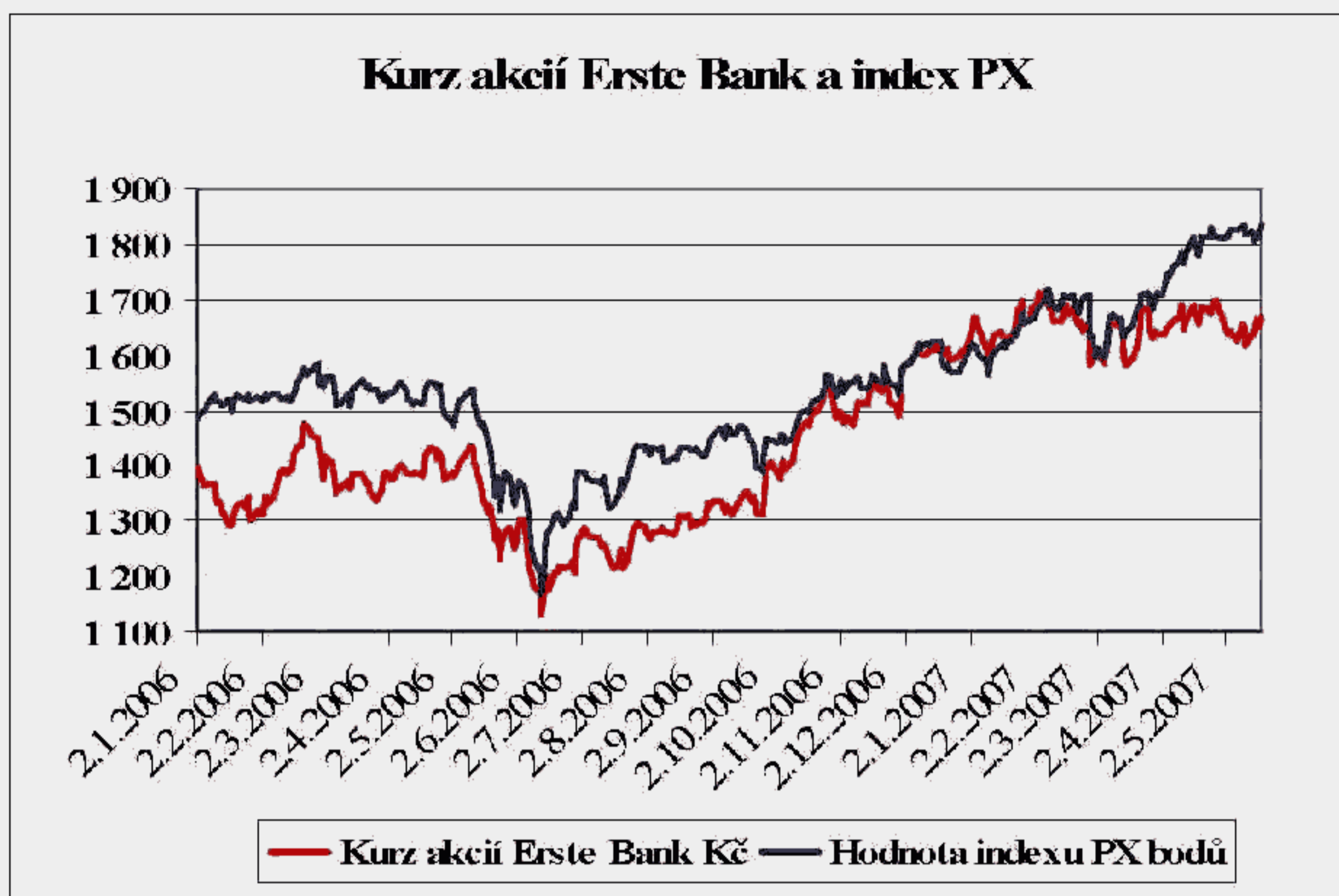
Tabulka č.7: Struktura akcionářů Erste Bank

#### **Závislost kurzu akcií Erste Bank na tržním indexu PX**

<b>Období</b>	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
<b>Počet obchodních dní</b>	23	176	5
<b>Vývoj indexu PX</b>	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
<b>β koeficient akcií Erste Bank</b>	0,82	0,82	0,87

Tabulka č.8: Závislost akcií Erste Bank na indexu PX

Kurz akcií Erste Bank se vyvíjeji pomaleji než index PX pražské burzy. β koeficient akcií Erste Bank je velmi stabilní, směr vývoje celého trhu má na něj jen velmi malý vliv.



Graf č.10: kurz akcií Erste Bank

### Závěr

Erste Bank je v poslední době velice rychle expandující skupina s dobrými finančními výsledky. Banka si stanovila ambiciózní cíle zvyšování ziskovosti i dividend. Doposud se jí všechny strategické kroky podařilo úspěšně zvládnout a lze předpokládat, že i v následujících obdobích bude těžit ze vstupu na ukrajinský a chorvatský trh. Příznivému budoucímu vývoji napomáhá, že 80% klientů díky expanzi banky pochází ze zemí s rychle rostoucím hospodářstvím. Stabilitě dosahovaných výsledků by mělo napomoci také nedávné zavedení nových pravidel kapitálové přiměřenosti Basel II. Ukazatele P/E a P/BV jsou vyšší než jsou všeobecně přijímané hodnoty, ale Erste Bank se rychle rozvíjí. S ohledem na dosavadní plnění cílů banky je pravděpodobné, že i v loňském roce stanovené cíle budou dosaženy.

## 2.4.5 Komerční banka

### Základní údaje o společnosti

Komerční banka vznikla 5. března 1992, kdy byla jako vyčleněná část Státní banky československé transformována na akciovou společnost. V současnosti nabízí

Komerční banka široké spektrum produktů zahrnující úvěry, pojištění, investice do fondů, leasing a další. Banka nabízí finanční služby většinou přímo sama, pouze v některých případech formou spolupráce s externími specializovanými společnostmi. V současné době patří Komerční banka k největším finančním institucím České republiky s počtem klientů přesahujícím jeden a půl milionu. Dceřinné společnosti Komerční banky podle stavu ke konci roku 2006 uvádí tabulka č.9.

<b>Společnost</b>	<b>ZK tis. Kč</b>	<b>Podíl KB na ZK %</b>
Komerční pojišťovna, a.s.	602 768	49
Penzijní fond Komerční banky a.s.	200 000	100
Modrá pyramida stavební spořitelna	500 000	100
Essox s.r.o.	1 384 708	50,9
Factoring KB, a.s.	84 000	100
ALL IN REAL ESTATE LEASING a.s.	2 000	100
CBCB – Czech Banking Credit Bureau, a.s.	1 200	20
Komerční banka Bratislava, a.s.	399 290	100
Bastion European Investment, S.A.	16 029	99,98

Tabulka č.9: Dceřinné společnosti Komerční banky

### **Strategické kroky společnosti**

Nejdůležitější událostí posledních let je privatizace banky v červenci roku 2001, kdy bylo prodáno 60% akcií francouzské bance Société Générale. Privatizaci ovšem předcházelo účelové oddlužení banky za přibližně 60 miliard korun, které provedl český stát. Již v roce privatizace začala Komerční banka vykazovat zisky.

V květnu 2005 prodala Komerční banka svůj 100% podíl v Investiční a kapitálové společnosti Komerční banky (IKS KB) společnosti Société Générale Asset Management. IKS KB se zabývá správou podílových fondů kolektivního investování. Dále prodala Komerční banka 51% akcií Komerční pojišťovny společnosti Sogécap, přičemž si nadále ponechala zbývající podíl 49%.

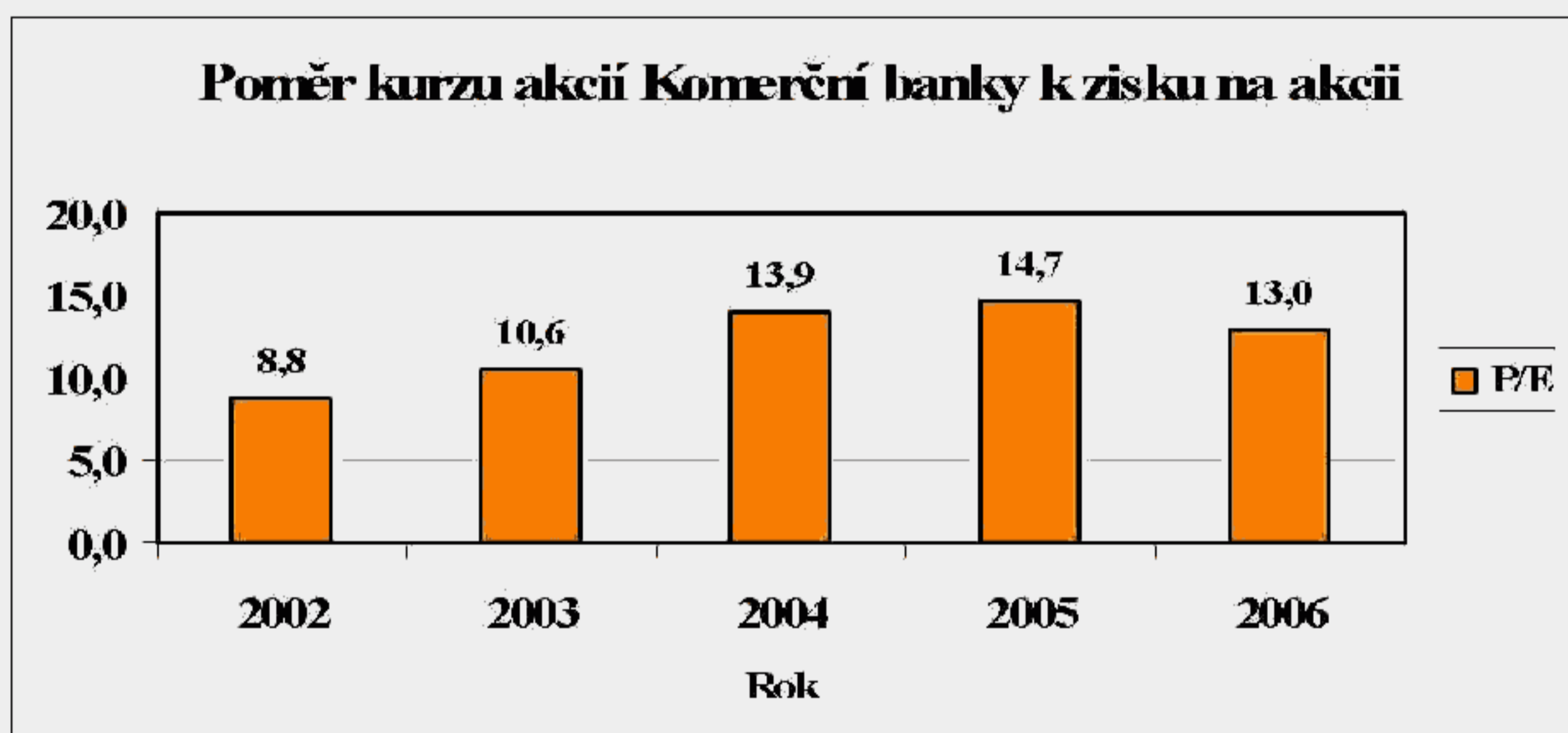
Od podzimu roku 2005 spolupracuje Komerční banka s pojišťovnou Allianz, která nabízí hypotéky Komerční banky a Komerční banka prodává neživotní pojištění Allianz.

V září 2006 se Komerční banka stala 100% vlastníkem společnosti Modrá pyramida stavební spořitelna, když zvětšila svůj podíl ze 40% nákupem dalších 50% akcií od společnosti BHW a 10% od České pojišťovny. Celkem zaplatila banka za tento nákup přibližně 4,2 mld. korun.

V prosinci 2006 přijala Komerční banka podřízený dluh od mateřské společnosti Sociétés Générale ve výši 6 mld. korun.

### Očekávaný budoucí vývoj

Komerční banka předpokládá, že se jí díky akvizici společnosti Modrá pyramida stavební spořitelna podaří zvýšit svůj tržní podíl na hypotečních úvěrech z 20% na 25%. V posledních letech byly hospodářské výsledky banky zlepšovány jednorázovými výnosy. Na základě dobrých výsledků z roku 2006 lze ovšem konstatovat, že si banka úspěšně našla jiné zdroje zisku a zabránila tak propadu ziskovosti.



Graf č.11: P/E akcií Komerční banky

Pozitivním signálem, který dokládá kvalitu služeb banky, je také skutečnost, že se Komerční bance podařilo získat ocenění MasterCard „Banka roku“ v roce 2004 a 2005. V loňském roce se umístila na druhém místě za Českou spořitelnou.

## Finanční stabilita společnosti

Komerční banka vykazuje v posledních pěti letech stabilní ziskovost s meziročním růstem v řádu procent, vloni se čistý zisk zvýšil o 2,3%. Ve stejném období se rovněž daří bance mírně pravidelně snižovat náklady. Rentabilita kapitálu se poměrně rychle snižuje. V roce 2002 činila 30,6%, zatímco v minulé roce byla jen 17,9%.

Komerční banka vyplácí od roku 2001 pravidelně dividendu. Ačkoliv hospodářské výsledky banky jsou poměrně vyrovnané, výše dividendy se pravidelně za posledních pět let zvyšuje minimálně na dvojnásobek, rychle ovšem roste i výplatní poměr. V roce 2006 bude vyplacena dividenda ve výši 250 korun na akcii, což představuje 106,6% zisku společnosti.

Komerční banka má uděleno ratingové hodnocení od tří agentur. Agentura Fitch udělila bance známku dlouhodobého ratingu AA-, agentura Moody's známku A1 a Standard&Poor's známku A.

Banka si stanovila dlouhodobý plán pro vyplácení dividend tak, že bude vyplácet 40-45% čistého zisku. Poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii měl v letech 2002 až 2005 vzrůstající tendenci. V roce 2006 však došlo k mírnému poklesu, kdy poměr P/E dosahuje hodnoty 13.

## Emitované cenné papíry a struktura akcionářů

Komerční banka emitovala 38 009 852 kusů akcií na majitele o jmenovité hodnotě 500 Kč v zaknihované podobě. Akcie banky jsou obchodovány na Bursě cenných papírů Praha, v RM-SYSTÉMU a ve formě globálních depozitních certifikátů také na London Stock Exchange a v systému PORTAL (trh National Association of Securities Dealers, Inc) ve Spojených státech.

Nejvýznamnějším akcionářem Komerční banky byla na konci roku 2006 mateřská společnost Sociétés Générale s 60,35% podílem a Investors Bank & Trust Company s podílem 6,98%.

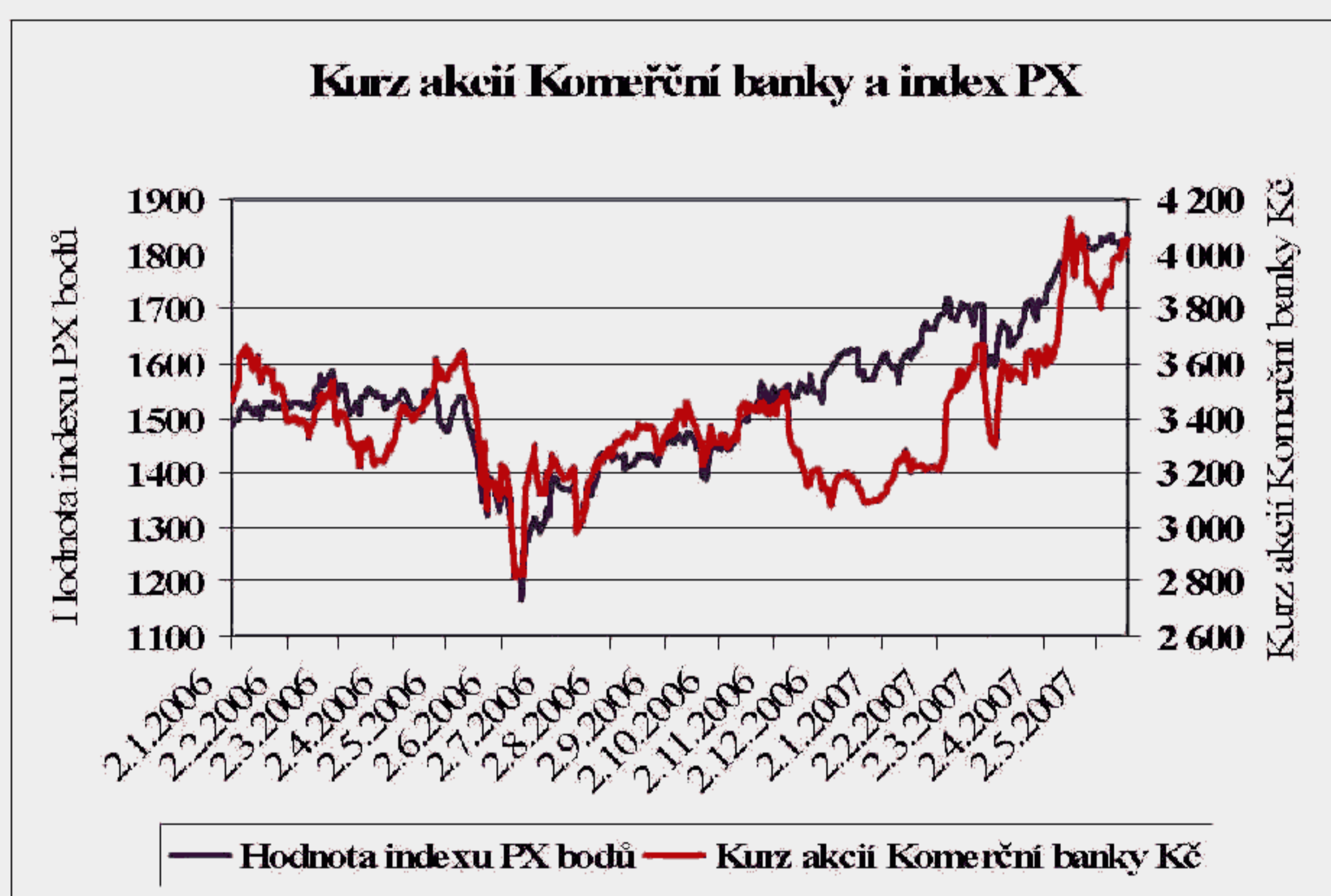
## Závislost kurzu akcií Komerční banky na tržním indexu PX

Období	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
Počet obchodních dní	23	176	5

<b>Vývoj indexu PX</b>	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
<b><math>\beta</math> koeficient akcií Komerční banky</b>	1,12	0,97	0,26

Tabulka č. 10: Závislost akcií Komerční banky na indexu PX

Kurz akcií Komerční banky kopíruje v době růstu přibližně vývoj trhu. Obvyklé zvýšení hodnoty  $\beta$  koeficientu nastalo v době poklesu v květnu a červnu 2006. Překvapivě se ale  $\beta$  koeficient prudce snížil v době poklesu na přelomu února a března 2007.



Graf č.12: Kurz akcií Komerční banky

## Závěr

Komerční banka vykazuje v posledních pěti letech dobré hospodářské výsledky a současný trend je velmi mírné zlepšování. Pro investora je příznivá velmi vysoká stabilita výsledků společnosti. Banka těží ze současného stavu příznivého ekonomického vývoje a stále nízkých úrokových sazeb, které podporují zvyšování objemu poskytnutých úvěrů. Naopak nepříznivé je zpomalování růstu ziskovosti banky a snižující se rentabilita vlastního kapitálu

## **2.4.6 ORCO PROPERTY GROUP**

### **Základní údaje o společnosti**

Akciová společnost ORCO PROPERTY GROUP (dále jen ORCO) je lucemburská realitní a developerská skupina, která byla založena v roce 1991 za účelem podnikání na slibně se rozvíjejícím trhu s nemovitostmi ve střední Evropě. Skupinu ORCO tvoří nemovitostní fond Endurance, provozovatel hotelů a pronajímatel bytů MaMaison Hotels & Apartments a ORCO property investment.

Společnost dále vlastní 100% podíl v realitní a developerské akciové společnosti IPB Real, 50% podíl ve společnosti s ručením omezeným Košík Development s obdobným podnikatelským zaměřením a 94,6% podíl v Orco Hotel Group S.A.

ORCO se zaměřuje na čtyři hlavní segmenty na nemovitostním trhu. Jsou to bydlení pro široké vrstvy obyvatel, luxusní bydlení, náročnější kancelářské prostory a prostory pro ubytovací a hostinskou činnost.

### **Strategické kroky společnosti**

Až do roku 1999 podnikala ORCO pouze v Praze. V tomto roce rozšířila své podnikání do Budapešti a rozhodla se vstoupit na pařížskou burzu a získat prostředky pro růst a akvizice.

V roce 2000 otevřela společnost svoji pobočku ve Varšavě a o dva roky později vstoupila na slovenský trh a otevřela pobočku v Bratislavě. V roce 2003 se podařilo skupině Orco zvítězit ve výběrovém řízení a koupit společnost IPB Real, která patřila mezi největší stavitele obytných budov střední kategorie v České republice.

Od roku 2004 se ORCO řídí nemovitostní fond se sídlem v Lucembursku Endurance. Tento fond je určen institucionálním investorům a Orco property group je jeho zakladatelem i manažerem. V témže roce společnost vstoupila také do Berlína a Varšavy, rozšířila své podnikání v Budapešti a převzala fond IPB Real, čímž se stala jednou z nejvýznamnějších developerských společností v České republice s 15% podílem na trhu a velmi dobrým postavením v Praze a okolí.

1. února 2005 vstoupila ORCO na Burzu cenných papírů Praha. Ve stejném roce se jí také podařilo privatizovat turistický a hotelový majetek společnosti Suncani Hvar v Chorvatsku.

### **Očekávaný budoucí vývoj**

ORCO koupila německou developerskou společnost Vittera Development a bude usilovat o rozšíření svého podnikání v Berlíně, aby tamější podnikatelské aktivity dosáhly podílu 15% na celkovém podnikání skupiny. Skupina ORCO bude usilovat o udržení přibližně poloviční části svých aktiv v Praze, zatímco aktiva v Budapešti, Berlíně a Varšavě by měla výhledově tvořit 15 až 20%. Podle plánu má být v roce 2008 dokončena budova pro rádio Svobodná Evropa a má být zahájen patnáctiletý pronájem s možností dalšího prodloužení o 30 let.

### **Finanční stabilita společnosti**

Rok 2006 byl pro skupinu ORCO z hlediska hospodářských výsledků velmi příznivý. V tomto období došlo k zvýšení čistého zisku o 77% na 97 milionů eur a zdvojnásobila se hodnota aktiv na akcii na téměř 100 eur. Zisk na akcii vzrostl o 36% na 12,58 eur po růstu o 107 % v předcházejícím roce.

Ačkoliv poslední období bylo pro ORCO velmi úspěšné, jsou hospodářské výsledky této společnosti v posledních letech poměrně rozkolísané. Překvapivý je pokles výnosů v roce 2005 o téměř 30%, na který navázal růst o více než 240%. Poměr ceny k zisku na akcii činil v roce 2005 18,7, o rok později se tato hodnota snížila na 8,0.

### **Emitované akcie a struktura akcionářů**

Největším akcionářem společnosti je Orco Holdings S.A. s podílem 23%. Zbývající část akcií je v rukou investorů. Celkem společnost emitovala 8 389 646 akcií, z nichž 5 872 752 je kótováno na burze v Praze a Euronext v Paříži.

V roce 2004 vyplatila společnost poprvé dividendu ve výši 0,40 euro na akcii, v roce 2005 0,45 euro na akcii a v minulém roce 0,80 euro na akcii. V letošním roce dojde podle usnesení valné hromady k výplatě dividendy 0,85 euro na akcii, nebo si akcionáři budou moci zvolit místo toho nákup akcií za 111,91 eur.

Od poloviny roku 2005 došlo již k šesti emisím akcií společnosti a v brzké době uvede ORCO své akcie na burzu ve Varšavě a Budapešti.

## Závislost kurzu akcií ORCO na tržním indexu PX

Období	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
Počet obchodních dní	23	176	5
Vývoj indexu PX	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
$\beta$ koeficient akcií ORCO	0,67	0,62	1,40

Tabulka č.11: Závislost akcií ORCO na indexu PX

Kurz akcií ORCO se dlouhodobě vyvíjí podstatně pomaleji než tržní index PX.  $\beta$  koeficient akcií ORCO se v době poklesu v květnu a červnu 2006 jen velmi mírně zvýšil oproti následujícímu několikaměsíčnímu růstovému období. Ke zvýšení na více než dvojnásobek došlo v době poklesu koncem února a začátkem března 2007.



Graf č.13: Kurz akcií ORCO

## Závěr

Společnost ORCO se dramaticky rozvíjí její hospodářské výsledky byly v uplynulém roce vynikající. Výsledky společnosti jsou nestabilní, patrný je však silný

růstový trend. Poptávka po bydlení v České republice je silná a trh s nemovitostmi zažívá v hlavních městech střední Evropy cenový růst. Pro investora je příznivý velmi dobrý poměr P/E.

## **2.4.7 PEGAS NONWOVENS**

### **Základní informace o společnosti**

Historie akciové společnosti PEGAS NONWOVENS (dále jen PEGAS) sahá do roku 1990, kdy byla založena ryze česká soukromá stejnojmenná společnost s ručením omezeným. PEGAS se zabývá výrobou netkaných textilií z polymerových vláken spojovaných tlakem za horka. Tyto výrobky se používají především v jednorázových hygienických potřebách, ale i ve stavebnictví, zemědělství, lékařství a v oděvním a automobilovém průmyslu. Odvětví hygienických potřeb však vytváří devadesátiprocentní podíl na tržbách. PEGAS je jeden z největších výrobců netkaných textilií v Evropě.

Skupina PEGAS je tvořena dvěma holdingovými a čtyřmi výrobními společnostmi. Na vrcholu skupiny se nachází mateřská společnost PEGAS NONWOVENS S.A. se sídlem v Lucembursku, která je majitelem stoprocentního podílu v holdingové české společnosti CEE Enterprise a.s. CEE Enterprise vlastní stoprocentní podíl výrobní společnosti PEGAS NONWOVENS s.r.o., která dále vlastní veškeré akcie ve třech dalších výrobních akciových společnostech, kterými jsou PEGAS-DS a.s., PEGAS-NT a.s. a PEGAS-NW a.s. Výroba skupiny se uskutečňuje ve dvou továrnách v České republice. Od 19. března 2007 jsou akcie PEGAS započítávány do báze indexu Pražské burzy cenných papírů PX.

### **Strategické kroky společnosti**

V roce 2005 došlo ke změně vlastnictví většinového podílu společnosti, který přešel do vlastnictví soukromého kapitálového fondu Pamplona Capital Partners I, LP se sídlem v Londýně, jehož zástupci vyjádřili záměr do společnosti v krátké době dále investovat a rozšířit výrobu. V roce 2006 došlo k fúzi společností PEGAS a.s. a PEGAS NONWOVENS s.r.o., přičemž druhá z jmenovaných byla nástupnickou společností.

### **Očekávaný budoucí vývoj**

V roce 2006 bylo učiněno investiční rozhodnutí o instalaci další výrobní linky, k jejímuž uvedení do provozu má podle plánu dojít v průběhu roku 2007. PEGAS bude dle své strategie usilovat o udržení přední pozice na trhu netkaných textilií a pozice jedničky na trhu specifických technologicky náročných produktů. Vedení v současné době připravuje vstup na rychle rostoucí ukrajinský a ruský trh a snaží se o posílení svých pozic na trhu se zdravotním materiálem.

### **Finanční stabilita společnosti**

V roce 2006 došlo k poklesu zisku společnosti o 22,3% na 20,7 milionů eur. Naopak tržby společnosti vzrostly o 10,5% na 121 mil. eur. Čistý zisk na akcii klesl z 80,1 Kč na 62,4 Kč. Ve stejném období došlo také ke snížení zadlužení společnosti o 37,7% na 114,2 milionů eur.

V současné době je prakticky nemožné hodnotit hospodářské výsledky společnosti nebo odhalovat vývojové trendy. Důvodem je krátká doba existence společnosti a také přímá neporovnatelnost údajů z toho důvodu, že došlo teprve v nedávné době ke změnám v majetkové struktuře.

Společnost formulovala svoji dividendovou politiku velmi obecně tak, že dividendy budou vypláceny úměrně zisku a rozvojovým plánům při zachování rozumné míry likvidity. Podstatné je ovšem sdělení, že společnost nepředpokládá, že by došlo k výplatě dividend ve střednědobém horizontu. Poměr kurzu akcie k zisku na akcii v roce 2006 dosahoval hodnoty 1,1 dle základního zisku na akcii a hodnoty 9,4 dle zředěného zisku na akcii, který počítá s možným zvýšením počtu akcií pomocí emitovaných konvertibilních dluhopisů.

### **Emitované akcie a struktura akcionářů**

V současné době je největším, ale již ne většinovým, akcionářem fond Pamplona Capital Partners I, LP, v jehož majetku se nachází 43% akcií společnosti. 2% jsou v rukou managementu firmy a zbývající část 55% akcií je podle údajů ze dne 24. dubna 2007 v držení investorů.

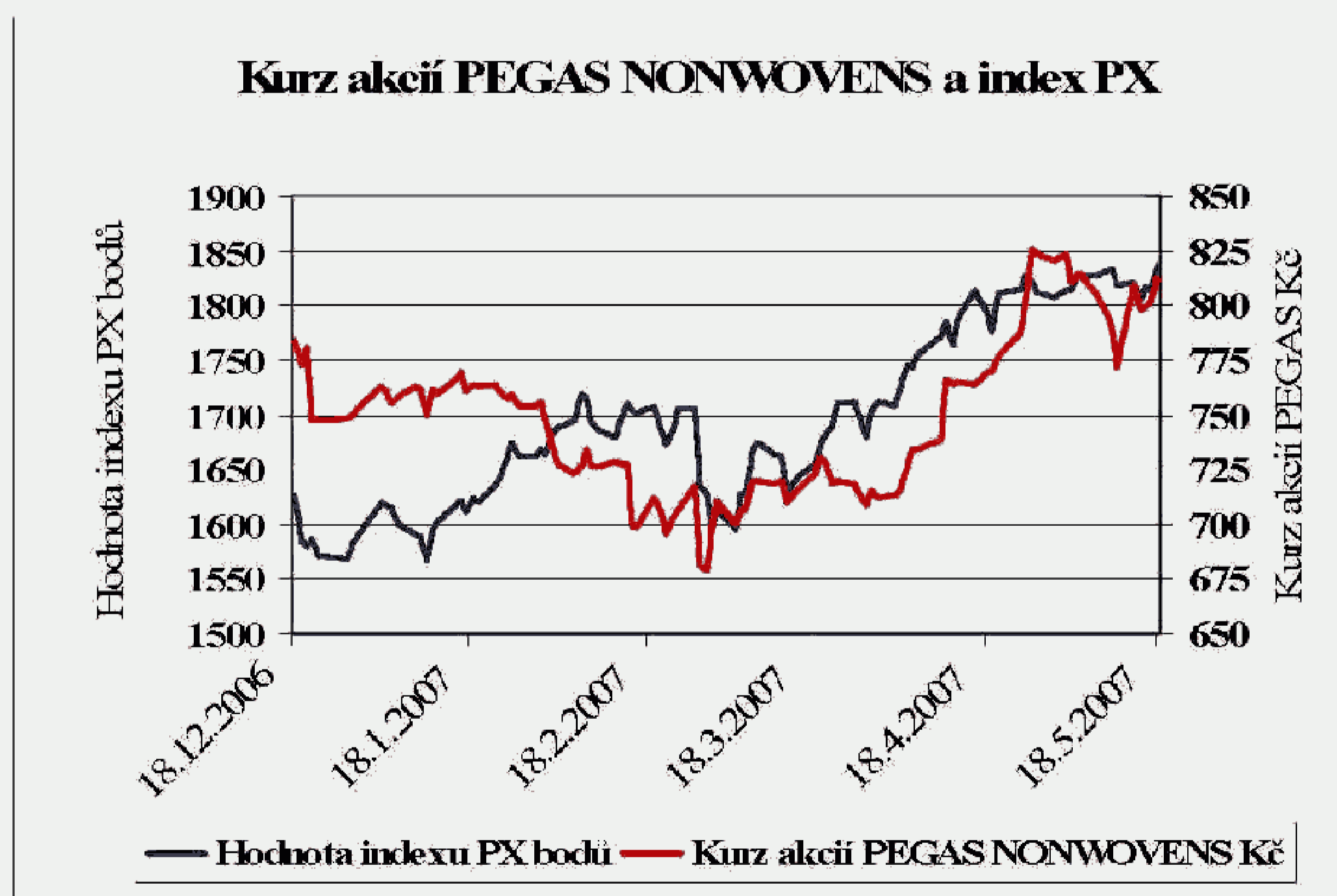
Společnost emitovala 9 229 400 kusů zaknihovaných akcií na jméno o jmenovité hodnotě 1,24 eura. Tyto akcie jsou obchodovány na pražské a varšavské burze.

### Závislost kurzu akcií PEGAS na tržním indexu PX

<b>Období</b>	18.12.06 - 23.2.07	27.2.-5.3.07
<b>Počet obchodních dní</b>	47	5
<b>Vývoj indexu PX</b>	růst o 5,1%	pokles o 6,5%
<b><math>\beta</math> koeficient akcií PEGAS</b>	0,50	1,05

Tabulka č.12: Závislost akcií PEGAS na indexu PX

Kurz akcií se od jejich uvedení na trh pohyboval polovičním tempem než tržní index PX, v době poklesu trhu došlo k více než zdvojnásobení  $\beta$  koeficientu a pokles těchto akcií kopíroval přibližně pokles indexu PX. Vypovídací hodnota  $\beta$  koeficientu není však v tomto případě příliš vysoká, protože akcie jsou na trhu zatím jen krátce.



Graf č.14: Kurz akcií PEGAS

## **Závěr**

Zpráva o snížení ziskovosti PEGAS je vzhledem ke krátkodobé době těchto akcií na burze značně nepříznivá. Na druhou stranu však společnost zvyšuje tržby i výrobní kapacity a z dlouhodobého hlediska může být tento propad ziskovosti nevýznamný.

Hrozbou pro podnikání PEGAS je malý počet zákazníků a jejich relativně velký podíl na tržbách. Ztráta několika velkých zákazníků může tedy mít zásadní vliv na tržby podniku. Rovněž je možné, že se do tohoto odvětví rozhodnou vstoupit silní konkurenti, kterým PEGAS NONWOVENS nebude moci z důvodu nedostatku kapitálu konkurovat. Druhá stránka skutečnosti, že se jedná o mladou, rychle se rozvíjející a poměrně rizikovou společnost, ovšem znamená, že její tyto akcie jsou poměrně levné.

## **2.4.8 Philip Morris Česká republika**

### **Základní údaje o společnosti**

Akciová společnost Philip Morris ČR vznikla v březnu 1991 jako Tabák, akciová společnost. Společnost Philip Morris je dnes součástí skupiny Philip Morris International, Inc., která je dceřinnou společností skupiny Altria Group, Inc. Ovládající společností Philip Morris ČR je Philip Morris Holland B.V. Společnost se zabývá téměř výhradně zpracováním tabáku a výrobou tabákových výrobků a je největším výrobcem tabákových výrobků v České republice. Ve své produkci se společnost Philip Morris zaměřuje na dražší značky.

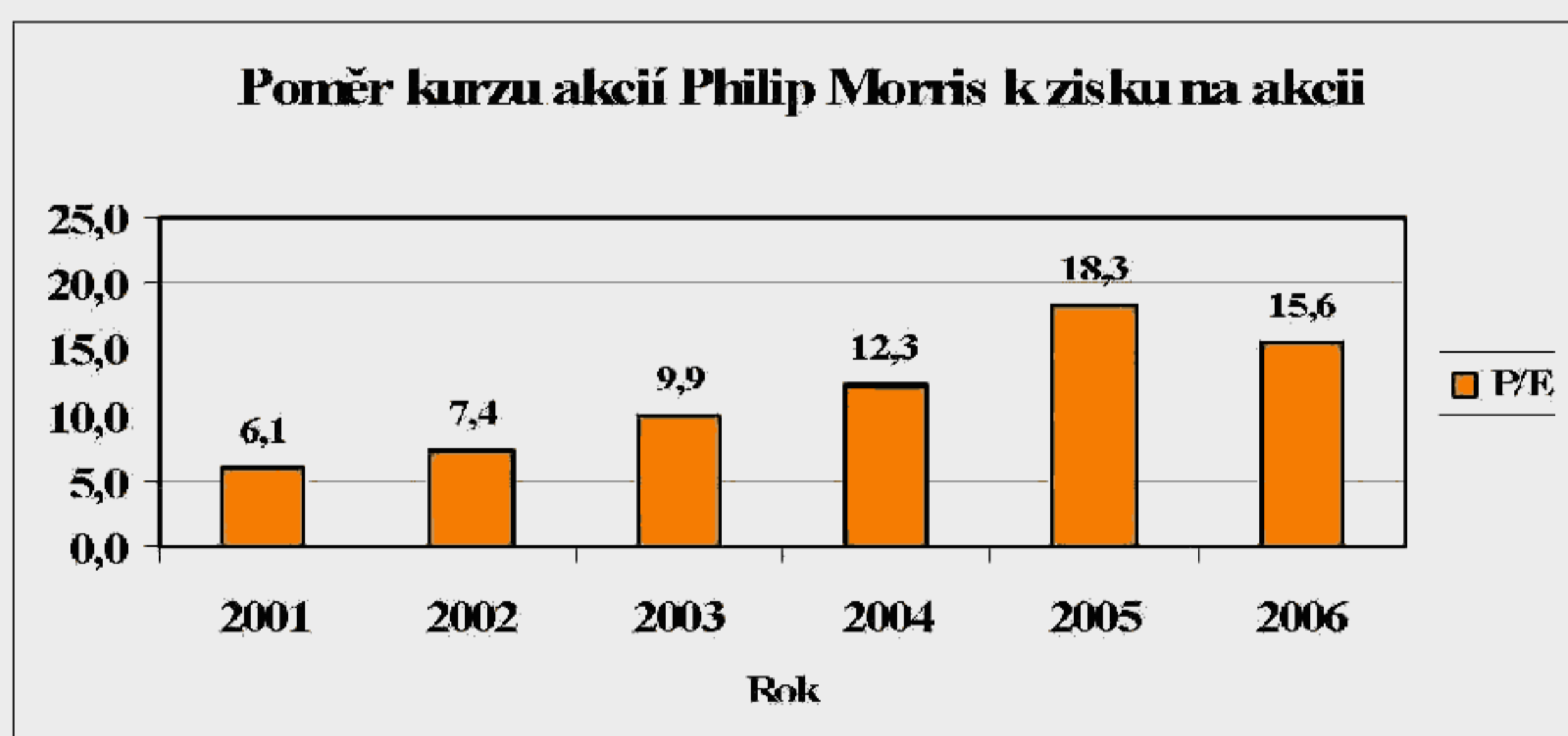
Philip Morris ČR je mateřskou společností akciové společnosti Philip Morris Slovakia s podílem 99%, která vyvíjí obdobnou podnikatelskou činnost na Slovensku. Společnost Philip Morris neuskutečnila v předcházejících letech žádné strategické kroky, které by mohly mít v budoucnu zásadní vliv na její hospodářské výsledky.

### **Očekávaný budoucí vývoj**

Podnikání Philip Morris je v posledních letech čím dál těžší a naprostá většina ukazatelů ukazuje, že se společnosti nedaří se s nepříznivým vývojem dostatečně vyrovnávat. V posledních letech se uplatňují dva hlavní směry vývoje trhu tabákových výrobků, které negativně ovlivňují ziskovost společnosti. První z nich je zhoršování podmínek pro podnikání tabákových firem. Dochází k častému a vysokému zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky, k jimž došlo v červenci 2005, v dubnu 2006

a v březnu 2007 a další zvyšování se očekává v roce 2008. Právními předpisy je čím dál tím více omezována reklama na tabákové výrobky, výrobci musejí na obaly umisťovat varovné nápisy o škodlivosti kouření a kouření je omezováno na vzrůstajícím počtu veřejných míst. Druhým nepříznivým směrem je přesun zájmu zákazníků k levnějším značkám. K obdobnému vývoji dochází i na Slovensku jak z hlediska zvyšování spotřební daně tak z hlediska přesunu zákazníků směrem k levnějším výrobkům.

Tento vývoj bude s největší pravděpodobností pokračovat i v nejbližších obdobích a lze tedy předpokládat, že Philip Morris se bude muset pokoušet vytvářet zisk i s klesajícími tržbami i klesajícím tržním podílem. Philip Morris však předpokládá, že již v druhé polovině roku 2007 by mělo dojít k oživení odbytu. Jedinou velmi příznivou zprávou roku 2006 bylo meziroční zvýšení vývozu firmy o 47,4%.

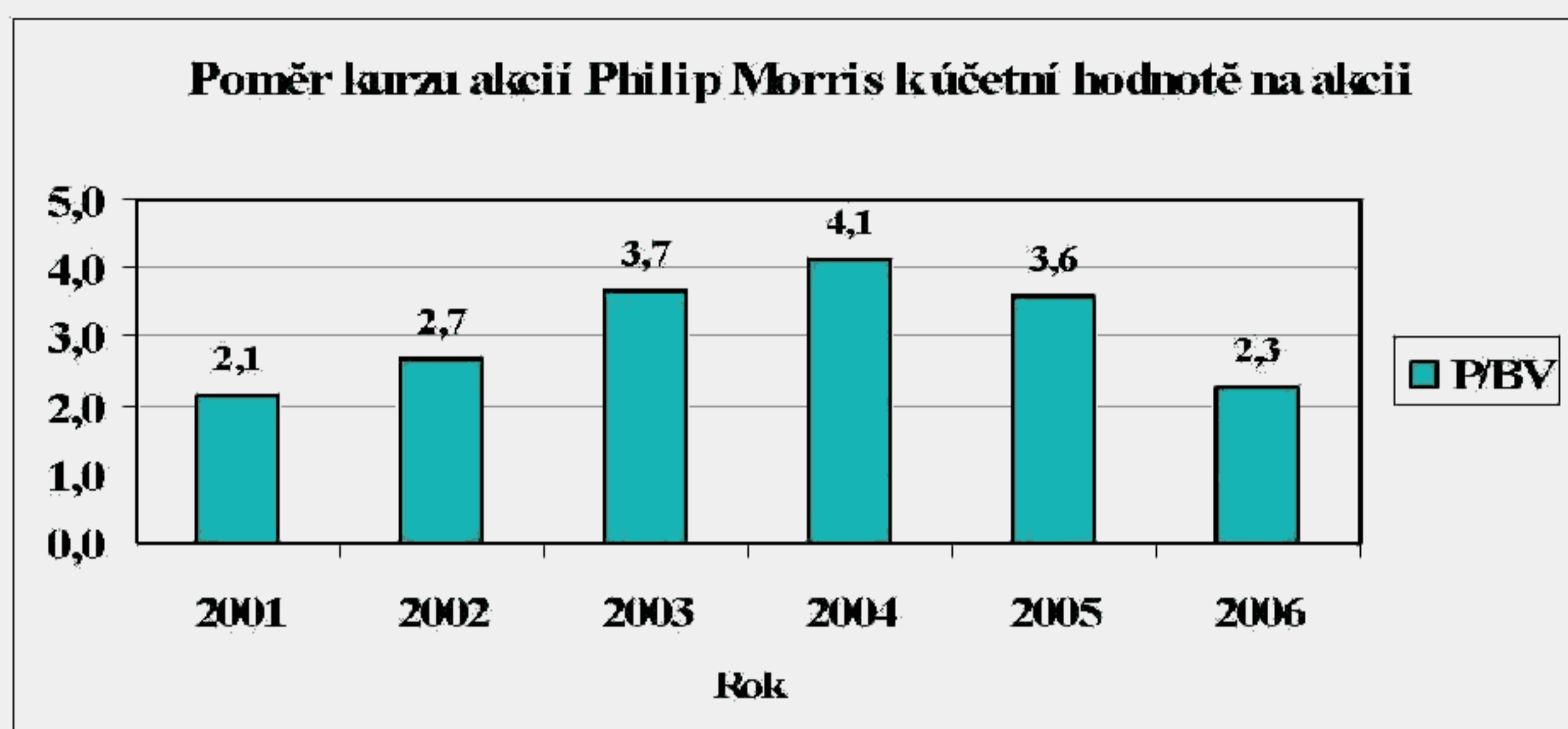


Graf č.15: P/E akcií Philip Morris

### Finanční stabilita společnosti

V roce 2006 poklesly tržby Philip Morris v České republice o 22,1% a na Slovensku o 12,9%. To znamená pro český trh meziroční zvýšení poklesu tržeb o 8,2%. Naopak pro slovenský trh je to více než ztráta ojedinělého desetiprocentního růstu z roku 2005. Tržní podíl Philip Morris v České republice poklesl meziročně v roce 2006 o 5% na 62,6% a na Slovensku o 3,2% na 55,8%. Od roku 2004 se snižují tržby i čistý zisk, přičemž se tempo poklesu od té doby každoročně zvyšuje.

Celková zadluženost společnosti Philip Morris kolísá poslední dva roky okolo hodnoty 0,39 a má tendenci k mírnému zvyšování. Od roku 2004 dochází také k plynulému snižování hodnoty aktiv společnosti o průměrně 13% ročně.



Graf č.16: P/BV akcií Philip Morris

### **Emitované akcie a struktura akcionářů**

Společnost Philip Morris emitovala 2 745 386 kusů kmenových akcií o nominální hodnotě 1000 Kč. Z tohoto množství je 831 688 listinných akcií kmenových neregistrovaných na jméno a 1 913 698 kmenových zaknihovaných na jméno.

Největším akcionářem je společnost Philip Morris Holland B.V., v jejímž držení je 78% akcií. Zbývajících 22% je v rukou minoritních akcionářů.

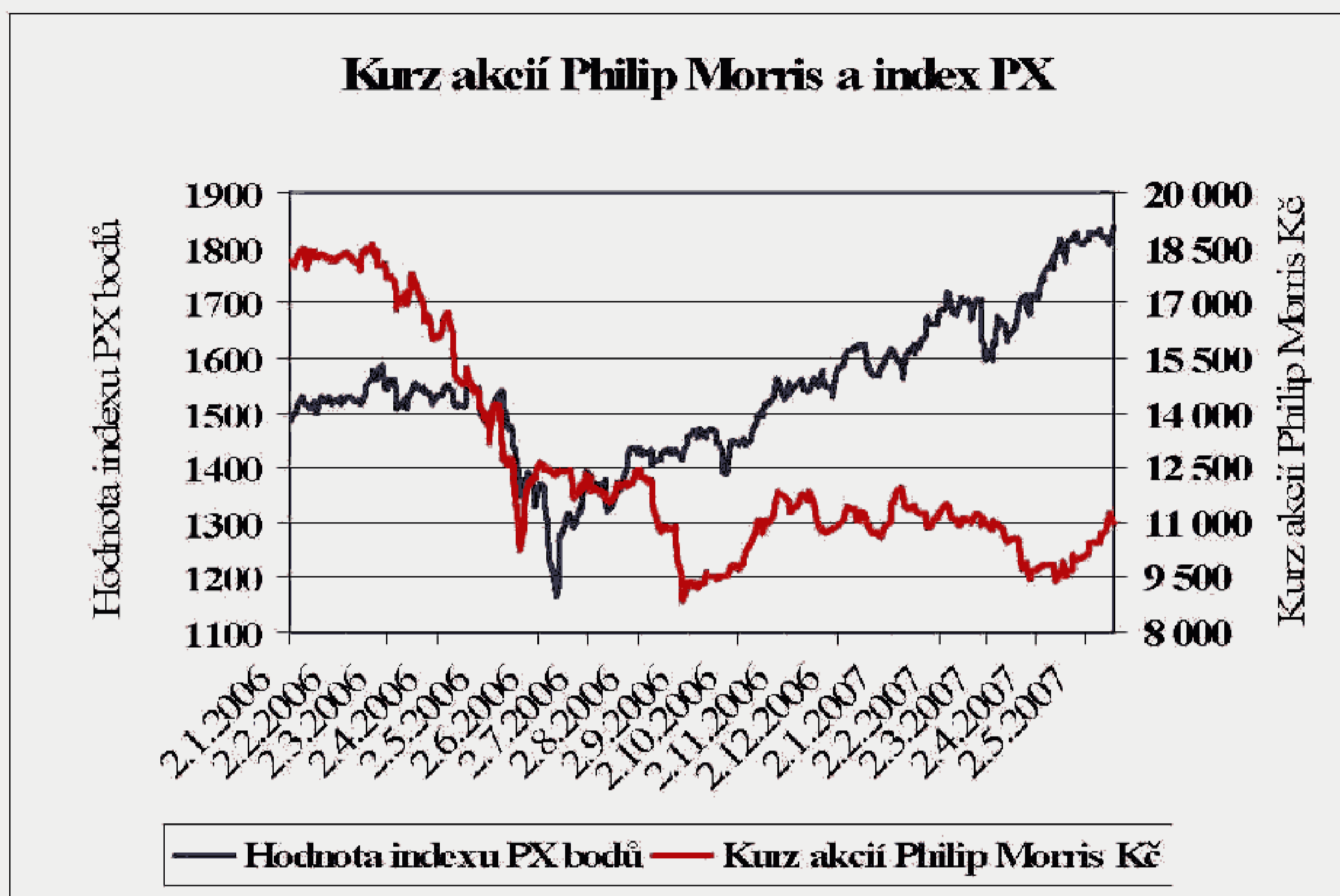
Společnost Philip Morris vyplácí pravidelně dividendu v plné výši čistého zisku na akcii. Od roku 2001 do roku 2004 docházelo k růstu vyplácených dividend. Od roku 2004 se jejich výše snížila z 1606 Kč na akcii na 600 Kč na akcii v roce 2006.

### **Závislost kurzu akcií Philip Morris na tržním indexu PX**

Období	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
Počet obchodních dní	23	176	5
Vývoj indexu PX	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
$\beta$ koeficient akcií Philip Morris	1,11	0,43	0,47

Tabulka č.13: Závislost akcií Philip Morris na indexu PX

Pohyb kurzu akcií Philip Morris byl v době růstu trhu a poklesu na přelomu února a března 2007 dán z méně než poloviny pohybem celého trhu. Naopak v době poklesu trhu v květnu a červnu 2006, ztrácely akcie Philip Morris více než trh.



Graf č.17: Kurz akcií Philip Morris

#### Závěr

Philip Morris je zcela nezadlužená společnost disponující velkým objemem peněžních prostředků, která pravidelně vyplácí dividendu se stoprocentním výplatním poměrem. K nepříznivým stránkám podnikání Philip Morris patří skutečnost, že cena tabákových výrobků je závislá na výši spotřební daně, která se prudce zvyšuje a tento trend má pokračovat. Negativní vliv má rovněž ilegální výroba a dovoz levných tabákových výrobků. Na druhé straně je však poptávka po těchto výrobcích poměrně málo pružná a útlum prodeje po zdražení je po určité době následován opětovným nárůstem odbytu. V nejbližších obdobích bude velmi pravděpodobně pokračovat současný trend snižování tržeb i zisků díky stále méně příznivým podmínkám.

## 2.4.9 Telefónica O2 Czech Republic

### Základní údaje o společnosti

Akciová společnost Telefónica O2 Czech Republic (dále jen Telefónica) vznikla 1.července 2006 a je nástupnickou společností ČESKÉHO TELECOMU, a.s., resp. akciové společnosti SPT TELECOM, a.s. a společnosti Eurotel Praha, spol. s r.o.

Telefónica je největším poskytovatelem telekomunikačních služeb v oblasti pevných i mobilních komunikací v České republice a je držitelem osvědčení, které ji opravňuje zajišťovat veřejnou mobilní a pevnou telefonní síť, poskytovat veřejně dostupnou telefonní službu, ostatní hlasové služby, pronájem okruhů, přenos dat a službu připojení k internetu. Své služby nabízí maloobchodně spotřebitelům, podnikatelům a státní správě a velkoobchodně ostatním provozovatelům veřejných telekomunikačních sítí. Telefónica je rovněž poskytovatelem tzv. univerzální služby, která zahrnuje vydávání telefonních seznamů, informační službu o telefonních číslech účastníků a službu veřejných telefonních automatů.

Vznik společnosti v polovině roku 2006 byl spojen s převzetím většinového podílu společností Telefónica, S.A., která od Fondu národního majetku České republiky převzala 51,1% akcií ČESKÉHO TELECOMU, a.s. za 82,6 mld. Kč, což odpovídá ceně 502 Kč za akcii. Po převzetí kontroly nad ČESKÝM TELECOMEM byla Telefónica, S.A. povinna uskutečnit nabídku na odkup akcií menšinovým akcionářům, prostřednictvím které dále zvýšila svůj podíl na 69,4%. Společnosti, ve kterých Telefónica přímo vlastní podíl na základním kapitálu větší než 10% jsou uvedeny v tabulce č.14.

Společnost	Předmět podnikání	Základní kapitál	Podíl na ZK %
AUGUSTUS, spol. s r.o.	poradenská a zprostředkovatelská činnost v netelekomunikační oblasti	166 000 Kč	39,76 %
CenTrade, a.s.	Služby v oblasti e-business a správa elektronického tržiště	2 000 000 Kč	100 %
První certifikační autorita, a.s.	Certifikační služby elektronického podpisu	20 000 000 Kč	23,25%

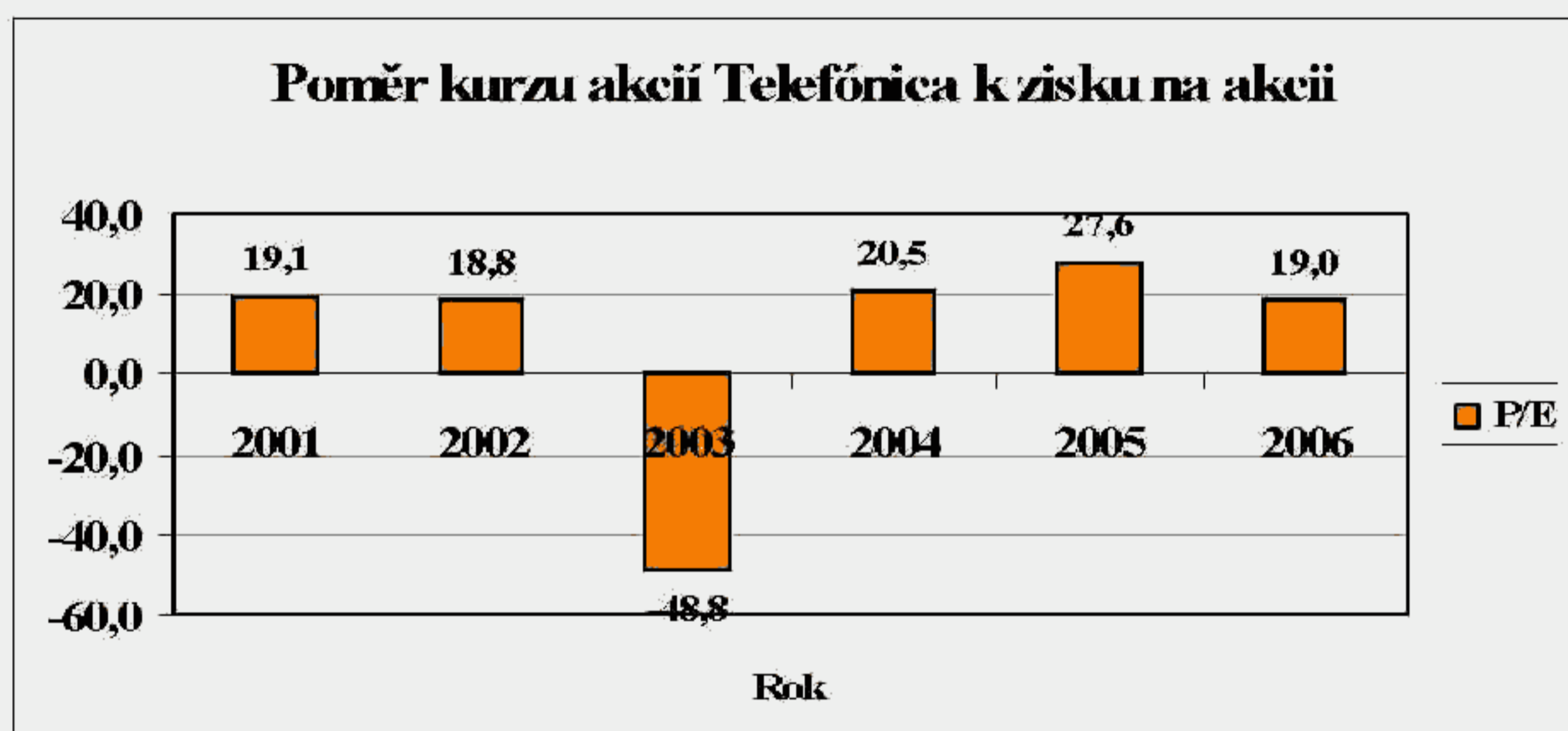
Telefónica O2 Services, spol. s r.o.	Datové služby a konzultace v oboru telekomunikací	10 000 000 Kč	100 %
SPT TELECOM (Czech Republic) Finance B.V.	Financování ostatních členů skupiny	18 151 EUR	100 %
CZECH TELECOM Austria GmbH.	Služby v oblasti přenosu dat	35 000 EUR	100 %
CZECH TELECOM Germany GmbH.	Služby v oblasti přenosu dat	25 000 EUR	100 %
CZECH TELECOM Slovakia s.r.o.	Služby v oblasti přenosu dat	200 000 SK	100 %

Tabulka č.14: Dceřinné společnosti Telefónica

### Strategické kroky společnosti

Po převzetí akciové společnosti ČESKÝ TELECOM společností Telefónica, S.A. došlo ke změně organizační struktury a byly vytvořeny tři nové divize podřízené přímo generálnímu řediteli: divize obchodní, provozní a divize financí a zdrojů.

V srpnu roku 2006 získala Telefónica licenci pro provozování mobilních telekomunikací na Slovensku, kam vstupuje jako třetí operátor.



Graf č.18: P/E akcií Telefónica

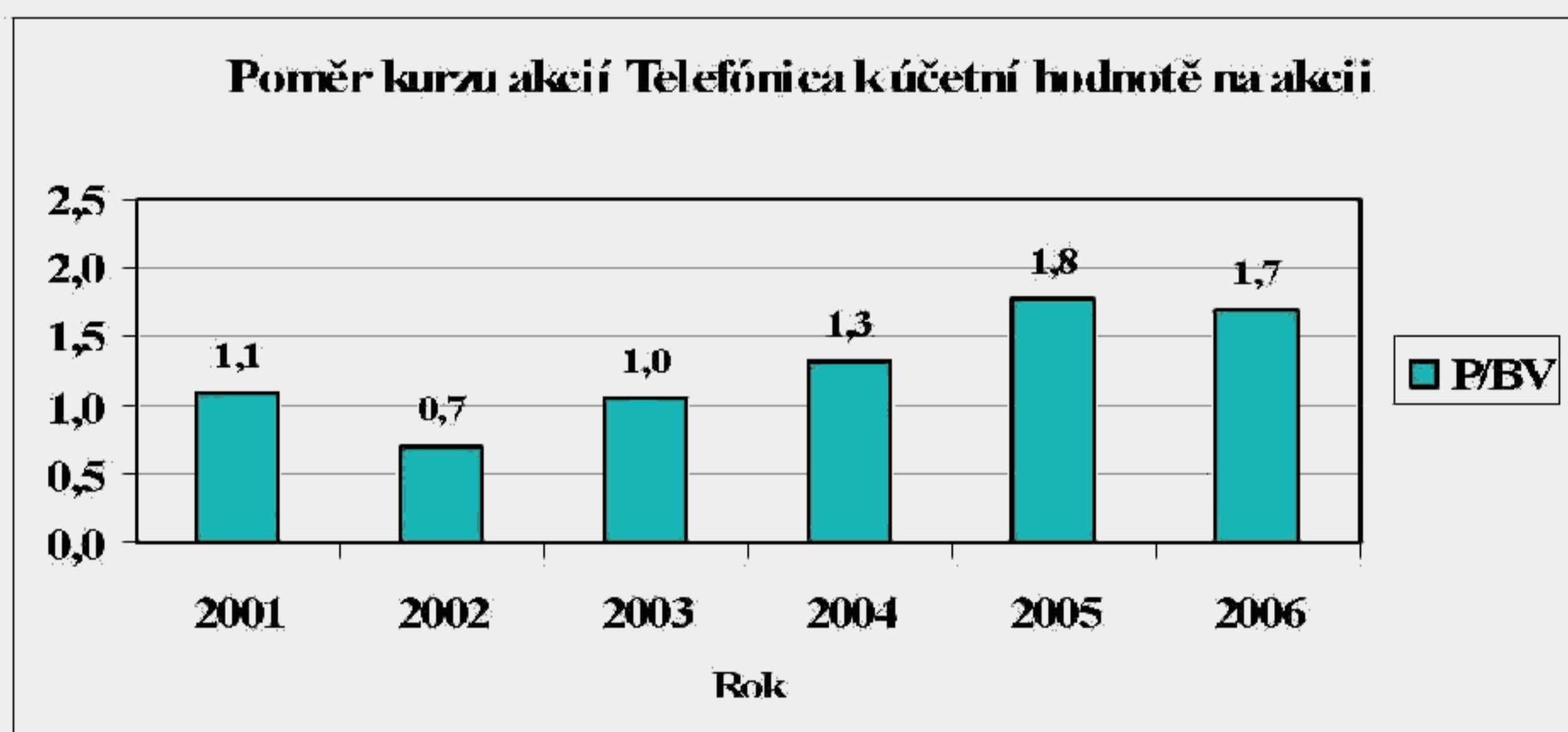
### Očekávaný budoucí vývoj

Očekávané přínosy plynoucí ze spojení se společností Telefónica, S.A. se mají projevit v komerčním a základním technickém vývoji, v uvádění a propagaci nových služeb a ve zlepšení provozní efektivity.

Společnost Telefónica odhaduje v roce 2007 nárůst tržeb o 1 až 3% a jednocentní pokles až zachování výsledků z roku 2006 pro provozní hospodářský výsledek. I v roce 2007 se očekává příjem vysokých hotovostních toků, a proto představenstvo společnosti zvažuje návrh vyplatit 50 Kč dividend za rok 2006.

### Finanční stabilita společnosti

Zisk společnosti v posledních letech roste. V roce 2006 se zvýšil o 28%, v předcházejícím roce o 9%. Vyjímkou byl rok 2003, kdy byla společnost Telefónica ve ztrátě. Výnosy jsou za poslední tři období téměř shodné. Po výrazném nárůstu mezi lety 2002 a 2003 celková zadluženost společnosti klesla z 0,42 v roce 2003 na 0,24 v roce 2006. Zisk na akcii se v letech 2001 až 2006 pohyboval od -6 Kč po 25 Kč. Ztrátový byl rok 2003, od té doby je tento ukazatel rostoucí. Podle údajů z dubna roku 2005 je ratingové hodnocení společnosti Telefónica A- podle agentury Standard&Poor's resp. Baa1 podle Moody's.



Graf č.19: P/BV akcií Telefónica

### Emitované akcie a struktura akcionářů

Základní kapitál společnosti Telefónica je tvořen 322 089 890 kusy kmenových zaknihovaných akcií na majitele o nominální hodnotě 100 Kč a jednou kmenovou zaknihovanou akcií na jméno o nominální hodnotě 1000 Kč. Převodem akcií mezi společnostmi Telefónica, S.A. a Fondem národního majetku pozbyla akcie na jméno zvláštních práv, která plynula ze Zákona o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby.

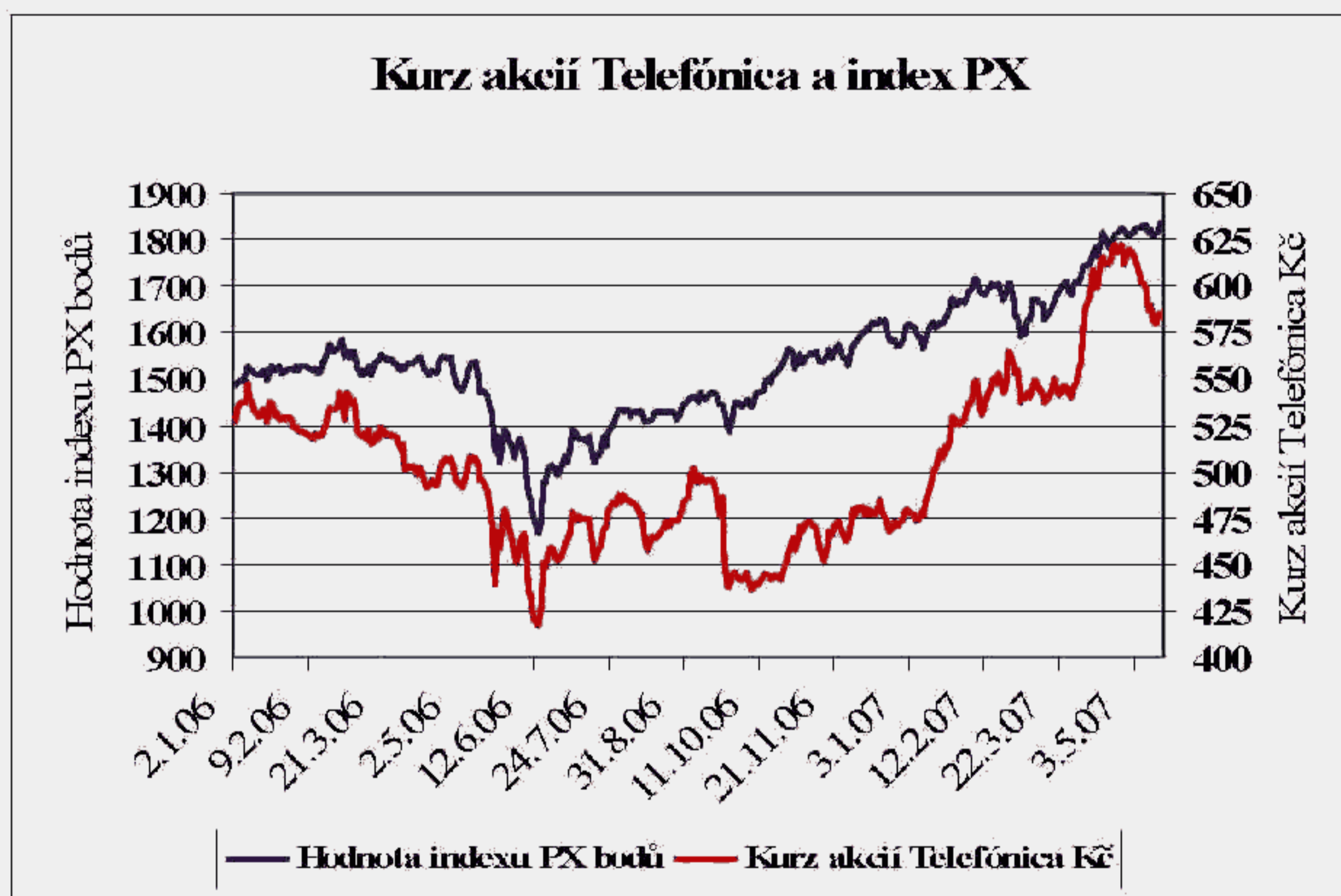
Akcie společnosti Telefónica jsou přijaty k obchodování na hlavním trhu Burzy cenných papírů Praha, v RM-SYSTÉMU a na Londýnské burze, kde jsou obchodovány ve formě globálních depozitních certifikátů.

#### Závislost kurzu akcií společnosti Telefónica na tržním indexu PX

Období	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
Počet obchodních dní	23	176	5
Vývoj indexu PX	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
$\beta$ koeficient akcií Telefónica	0,98	0,85	0,59

Tabulka č.15: Závislost akcií Telefónica na indexu PX

Kurz akcií společnosti Telefónica se v období růstu trhu zvyšoval přibližně o 15% pomaleji než index PX. V době poklesu v květnu a červnu 2006 téměř přesně kopíroval vývoj trhu. Naopak při poklesu trhu koncem února a začátkem března 2007 měl vývoj trhu na akcie Telefónica vliv poměrně malý.



Graf č.20: Kurz akcií Telefónica

## Závěr

Společnost Telefónica patřila již před převzetím ze v roce polovině roku 2006 k velkým, ziskovým a málo zadluženým podnikům a lze předpokládat, že ve skupině Telefónica se jí podaří ještě své výsledky zlepšit. Prostor pro růst společnosti je ale poměrně malý. Český trh mobilních telefonů je téměř nasycen a vstup čtvrtého mobilního operátora povede ke snížení cen. Trh pevných telefonních linek se v posledních letech pravidelně zmenšuje. Přes veškerou snahu se však společnosti Telefónica podařilo propad jen zpomalit.

## 2.4.10 Unipetrol

### Základní informace

Akciová společnost Unipetrol byla založena Fondem národního majetku České republiky a vznikla 17. února 1995. Zabývá se zejména poradenskou a řídicí činností a strategickým řízením a koordinací zájmů skupiny Unipetrol. Unipetrol je holdingová společnost, jejíž výrobní řetězec sahá od zpracování surovin až po prodej konečných produktů. Společnost Unipetrol měla v roce 2005 jen 50 zaměstnanců a z toho pouze devět byli řídicí pracovníci.

Podniky vlastněné tímto holdingem se zabývají zpracováním ropy, prodejem tekutých paliv, výrobou chemikálií, petrochemikálií, hnojiv, speciálních chemikálií, výrobou umělých hmot, zabezpečení surovinové základny, speciální dopravou, výzkumnými pracemi a službami.

Členové skupiny Unipetrol (společnosti, v nichž Unipetrol, a.s. vlastní rozhodující podíl) jsou uvedeni v tabulce č.16.

Společnost	Oblast podnikání	ZK Kč	Podíl na ZK%
Benzina, a.s.	provozovatel čerpacích stanic	901 mil.	100%
Paramo, a.s.	rafinerie ropy, výroba olejů, maziv, asfaltů, motorové nafty aj.	1 330 mil.	73,52%
Chemopetrol, a.s.	chemická výroba	10 846 mil.	100%

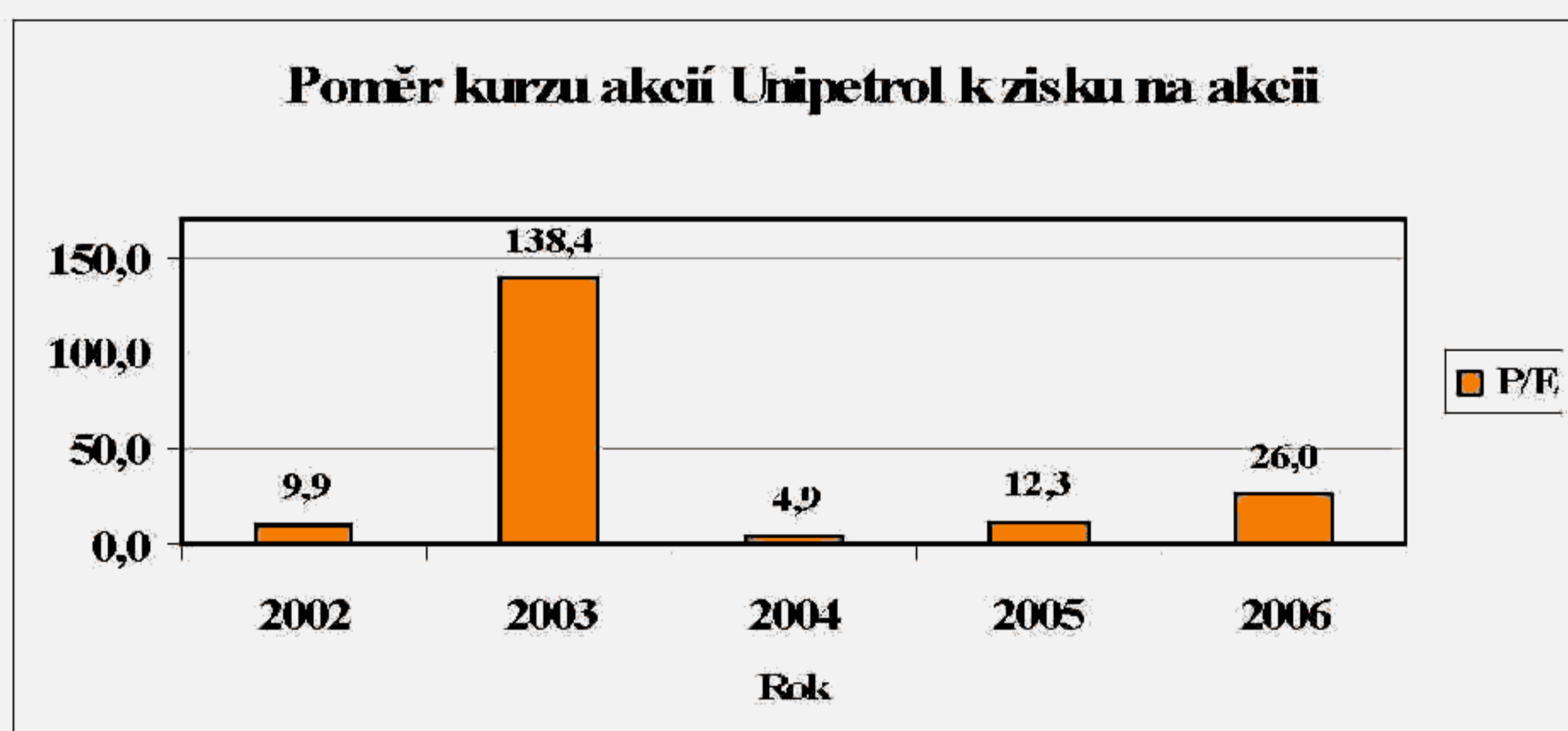
Unipetrol rafinerie, a.s.	zpracování ropy	301 mil.	100%
Česká rafinérská, a.s.	zpracování a velkoobchod ropnými produkty	9 348 mil.	51%
Kaučuk, a.s.	výroba plastů a syntetického kaučuku	6 236 mil.	100%
Unipetrol trade, a.s.	poskytování obchodních služeb	2 172 000	100%
Výzkumný ústav anorganické chemie, a.s.	chemický výzkum	60 mil.	100

Tabulka č.16: Dceřinné společnosti Unipetrol

### Strategické kroky společnosti

V polovině roku 2005 došlo k prodeji většinového podílu akcií Unipetrolu. Polská petrochemická společnost PKN ORLEN koupila od Fondu národního majetku České republiky 62,99% akcií a ještě do konce roku došlo k dokončení privatizace a sloučení se skupinou PKN ORLEN. V roce 2006 byl navýšen základní kapitál akciové společnosti UNIPETROL RAFINERIE o 300 mil. korun na 301 mil.

Na konci ledna 2007 došlo k dohodě o prodeji podniku Kaučuk polské společnosti Dwory za cenu 5,4 mld. Kč. V listopadu 2006 došlo také k uskutečnění odprodeje části Spolany, jejímž většinovým vlastníkem se stala polská společnost Anwil, která koupila 81,8% akcií Spolany za 640 mil. Kč, zbývající část akcií Spolany přešla do vlastnictví přímo PKN ORLEN.



Graf č.21: P/E akcií Unipetrol

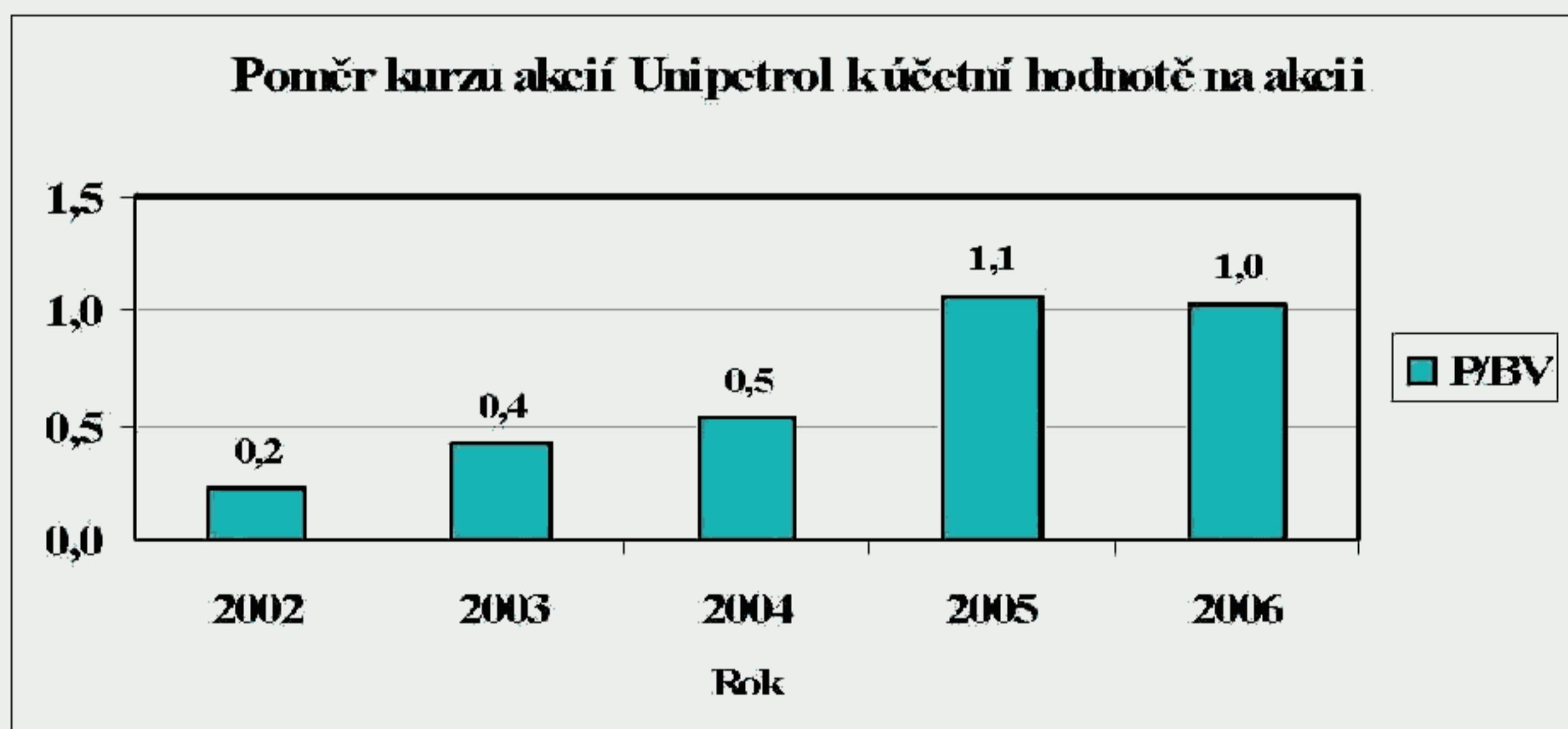
### Očekávaný budoucí vývoj

Již od roku 1999 se skupina Unipetrol zaměřuje na hlavní obory podnikání, kterými jsou zpracování ropy, petrochemie, agrochemie, prodej pohonných hmot, maloobchodní sítě a velkoobchod s palivy, a snaží se omezit své aktivity v ostatních oborech prostřednictvím odprodeje majetkových podílů.

V maloobchodních činnostech skupiny Unipetrol je plánována restrukturalizace a počítá se rovněž s akvizicemi dalších maloobchodních sítí.

### Finanční stabilita společnosti

Celková zadluženost společnosti kolísá okolo hodnoty 0,52, přičemž od roku 2004 klesá. Zisk na akcii velmi silně kolísá. V roce 2006 činil přibližně 9 Kč na akcii, což představuje více než 50% pokles ve srovnání s rokem 2005. Tento propad je způsoben především zaúčtováním jednorázových nákladových položek, které byly tvořeny ztrátou vyplývající z prodeje (resp. snížení hodnoty aktiv při prodeji) společností Spolana (-347 mil. Kč) a Kaučuk (-1670 mil. Kč) a dále pak pokutou 483 mil. Kč od Evropské komise za účast společnosti Kaučuk za účast v kartelu výrobců syntetického kaučuku. Unipetrol nevyplatil za roky 2000 až 2005 žádnou dividendu. Extrémní hodnota ukazatele P/E v roce 2003 byla způsobena velmi nízkým ziskem společnosti v daném roce.



Graf č.22: P/E akcií Unipetrol

### Emitované akcie, struktura akcionářů

Společnost Unipetrol emitovala 181 334 764 kusů zaknihovaných akcií na doručitele o nominální hodnotě 100 Kč. S akciemi Unipetrol se obchoduje na hlavním

trhu Burzy cenných papírů Praha, v RM-SYSTÉMU a na burzách ve Frankfurtu, Mnichově, Berlíně, Vídni.

Podle stavu k 8.12.2006 je majitelem 62,99% akcií společnost PKN ORLEN, S.A., 4,99% akcií drží společnost Česká spořitelna. Zbývající část akcií vlastní investoři.

#### Závislost kurzu akcií Unipetrolu na tržním indexu PX

Období	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
Počet obchodních dní	23	176	5
Vývoj indexu PX	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
$\beta$ koeficient akcií Unipetrol	1,56	1,10	1,76

Tabulka č.17: Závislost akcií Unipetrol na indexu PX

Akcie Unipetrol v období růstu trhu zvyšovaly svůj kurz o 10% rychleji než index PX. V době poklesu došlo ke zvýšení  $\beta$  koeficientu na hodnotu 1,56, resp. 1,76.



Graf č.23: Kurz akcií Unipetrol

## Závěr

Nový vlastník Unipetrolu, skupina PKN ORLEN, bude jistě usilovat o zvýšení ziskovosti Unipetrolu a lze se tedy domnívat, že členství v této skupině bude pro Unipetrol přínosem. Zvyšování ziskovosti bude směřovat nejspíše cestou racionalizace a zefektivnění výroby. Nezanedbatelnou příznivou úlohu jistě hrají z dlouhodobého hlediska zvyšující se ceny ropy. Současný výhled na následující léta však předpokládá mírný pokles cen této suroviny. Pro investora jsou nepříznivé rozkolísané hospodářské výsledky na akcii a ukazatel P/E. Naopak velmi příznivý je ukazatel P/BV.

### 2.4.11 Zentiva N.V.

#### Základní informace o společnosti

Akciová společnost Zentiva byla založena 1. dubna 1993 Fondem národního majetku jako nástupnická společnost státního podniku Léčiva. Zentiva N.V. je farmaceutická holdingová společnost se sídlem v Nizozemí, jejíž dceřinné společnosti se zabývají především výrobou generických léků používaných v primární péči a jako volně prodejná léčiva. Těto společnosti patří vedoucí místo na trzích s léčivy v České republice, na Slovensku a v Rumunsku a působí také na trhu polském, maďarském, ruském, bulharském, ukrajinském a v Pobaltí. Zentiva zaměstnává necelých pět tisíc pracovníků. V současné době má Zentiva ve svém majetku rozhodující podíly ve společnostech uvedených v tabulce č.18. Všechny se zabývají výrobou nebo obchodem generickými léčivy.

<b>Jméno společnosti</b>	<b>Výše ZK</b>	<b>Podíl na ZK</b>
Zentiva, a.s.	1 557 373 000 Kč	100%
Zentiva, a.s. (Illohavec)	1 620 192 000 SKK	90,84%
Zentiva S.A.	41 696 115 RON	74,91%
Zentiva International, a.s.	201 000 000 SKK	100%

Tabulka č.18: Dceřinné společnosti Zentiva

### **Strategické kroky společnosti**

V roce 1999 byla dokončena privatizace společnosti Zentiva a většinový podíl přešel do rukou institucionálních investorů. V roce 2002 přišlo do Zentivy nové vedení, které uskutečnilo restrukturalizaci a zrušilo vedlejší výrobu. V srpnu roku 2003 provedla Zentiva akvizici Slovakofarmy. V roce 2005 převzala Zentiva 51% podíl ve Společnosti Sicomed, což je největší rumunský výrobce generik. Po povinné nabídce na odkup zbývajících částí akcií vzrostl podíl Zentivy v Sicomedu v lednu 2006 na 74,9%. Převzetí stálo Zentivu cca. 150 mil. USD a bylo financováno hotovostí a novými úvěry. Takto získala Zentiva 5% podíl na rumunském farmaceutickém trhu.

V prvním čtvrtletí letošního roku vstoupila Zentiva na maďarský trh, kde převzala podnikatelské aktivity od skupiny Sanofi-Aventis.

### **Očekávaný budoucí vývoj**

V březnu 2006 ohlásila Zentiva akvizici kontrolního podílu 75% ve společnosti İczacıbaşı Generic Pharmaceuticals za 460 mil. eur, což je významná turecká farmaceutická firma. Akvizice má být dokončena ve třetím čtvrtletí letošního roku. V následujících letech společnost Zentiva očekává zvyšování zisku i vyplácených dividend.

### **Finanční stabilita společnosti**

Celková zadluženost společnosti značně kolísá. V roce 2002 byl poměr cizího kapitálu k celkovým aktivům 0,73, o dva roky později 0,23. V loňském roce dosahoval tento ukazatel hodnoty 0,34. Zisk společnosti však v posledních šesti letech stabilně roste. V minulém roce vzrostl o 19% na 2,3 mld. korun. Obdobně se vyvíjí i zisk na akcii. Nejvýznamnější růst tržeb nastal Rumunsku, kde došlo k téměř pětinasobnému růstu na 2,5 mld. korun, naproti tomu v České republice došlo k poklesu o 4,5% na 5,1 mld. korun. Rumunský trh se vloni stal druhým největším trhem společnosti, na prvním místě zůstává trh český.

Poměr ceny akcie k zisku na akcii P/E se v minulém roce snížil na 21,9 z předechozí hodnoty 23,1. V roce 2004 činil 17,3. Poměr ceny akcie k účetní hodnotě připadající na akcii P/BV se v minulém roce rovněž snížil z 4,4 na hodnotu 4,0. V roce 2004 byla jeho hodnota 4,1.

### **Emitované akcie, struktura akcionářů**

Na konci roku 2005 byl základní kapitál společnosti představován 38 136 230 kusy kmenových akcií o jmenovité hodnotě 0,01 eur, se kterými se obchoduje v Praze a v Londýně, kde se s nimi obchoduje ve formě globálních depozitních certifikátů. Na oba trhy byly akcie uvedeny červnu 2004 po delší době, kdy nebyly veřejně obchodovány. Struktura akcionářů podle stavu k 27. březnu 2006 je zachycena v tabulce č.19.

<b>Akcionář</b>	<b>Podíl na ZK%</b>
Sanofi-Aventis	24,9%
Česká pojišťovna (a strany jednající s ní ve shodě)	12,3%
Vedení společnosti	6,1%
Institucionální a soukromí investoři	56,7%

Tabulka č.19: Struktura akcionářů Zentiva

Společnost stanovila v době primární emise oficiální dividendovou politiku, jejímž cílem je vyplátit dividendu ve výši 15-20% konsolidovaného hospodářského výsledku připadajícího na akcionáře mateřské společnosti.

### **Závislost kurzu akcií Zentiva na tržním indexu PX**

<b>Období</b>	12.5.-13.6.06	14.6.06-23.2.07	27.2.-5.3.07
<b>Počet obchodních dní</b>	23	176	5
<b>Vývoj indexu PX</b>	pokles o 24%	růst o 46%	pokles o 6,5%
<b><math>\beta</math> koeficient akcií Zentiva</b>	1,19	0,96	2,05

Tabulka č.20: Závislost akcií Zentiva na indexu PX

Kurz akcií Zentiva v době růstu trhu rostl téměř stejně jako index PX. V době poklesu trhu v květnu s červnu 2006 se  $\beta$  koeficient akcií Zentiva zvýšil na 1,19. V více než dvojnásobnému zvýšení  $\beta$  koeficientu došlo při poklesu koncem února a začátkem března letošního roku.



Graf č.24: Kurz akcií Zentiva

### Závěr

Společnosti Zentiva se v posledních letech daří rychle pronikat na zahraniční trhy střední a východní Evropy. Její úspěšně provedené akvizice s velkou pravděpodobností povedou k dalšímu zvyšování ziskovosti, které vyváží snížení tržeb na domácím trhu. Hospodářské výsledky společnosti jsou velmi dobré, dochází k poměrně rychlému snižování zadlužení a zvyšování tržeb a zisků.

## 2.5 Vlastní návrh řešení, efektivnost návrhu řešení

Na základě uvedených informací o akciových společnostech může dojít k jejich porovnání a návrhu portfolia. Srovnání akcií uskutečníme z šesti různě důležitých hledisek. Pro vyhodnocení bude pak použit jednoduchý výpočet, který pomocí vah a hodnot jednotlivých kritérií určí hodnotící koeficient.

První hodnotící hledisko je **kvalita dostupných informací** o společnostech. Toto hledisko hodnotí množství, přesnost a úplnost dostupných informací. Kritérium je zařazeno z toho důvodu, že otevřenější informační politika emitenta vůči investorům umožňuje provést přesnější ocenění a nést menší riziko, že by mohlo zveřejnění neznámých skutečností ovlivnit kurz akcií. Druhé hledisko je **stabilita a trend hospodářských výsledků** společnosti. Je zařazeno z důvodu upřednostňování společností, jejichž hospodářské výsledky nekolísají. Platí, že čím je větší kolísání hospodářských výsledků, tím je vyšší kolísání kurzů. Cílem je vybrat společnosti, které jsou schopny podnikat bez extrémních výkyvů. Třetí kritérium, **možnost růstu společnosti a jejich zisků**, hodnotí očekávaný vývoj a příležitosti společnosti. Účelem tohoto kritéria je vybrat společnosti, které mají větší možnost rozšiřovat své podnikání a zvyšovat zisky. Čtvrté hledisko je **relativní cena akcie podle P/E a P/BV**, které srovnává tyto ukazatele s maximálními doporučovanými hodnotami, které by investor měl při investování akceptovat, tedy maximálně 15 pro P/E a 1,5 pro P/BV, resp. 22,5 pro jejich součin. Jsou-li hodnoty vyšší, je cena akcie poměrně vysoká. Hodnocení jen na základě ukazatele P/E bylo použito v případech, kdy ukazatel P/BV nebyl k dispozici. Body byly přiřazovány podle tabulky č.21.

P/E	<5	5-10	10-15	15-20	>20
P/E x P/BV	<10	10-15	15-22,5	22,5-30	>30
<b>Bodové hodnocení</b>	1	2	3	4	5

Tabulka č.21: Stupnice bodování dle P/E a P/BV

Páté kritérium jsou  **$\beta$  koeficienty** akcie. S ohledem na další očekávaný růst akciového trhu se pomocí tohoto kritéria vybírají akcie s vyšším  $\beta$  koeficientem, aby výnos portfolia byl vyšší. Přihlíží se také k tomu, jak reagují akcie na pokles indexu PX. Upřednostňovány jsou akcie, které mají v době poklesu  $\beta$  koeficient nižší. Hodnocení se

uskutečňuje pomocí indexu  $\beta$  koeficientů, který se vypočte jako vážený průměr  $\beta$  koeficientu v období růstu a převrácených hodnot  $\beta$  koeficientů v období poklesu indexu PX. Vahami jsou délky období, pro která byly jednotlivé  $\beta$  koeficienty vypočítány. Podle tohoto indexu jsou pak přiřazovány body, jak uvádí tabulka č.22.

Index $\beta$ koeficientů	1	2	3	4	5
Bodové hodnocení	>1,1	1-1,1	0,9-1	0,8-0,9	<0,8

Tabulka č.22: Stupnice hodování dle  $\beta$  koeficientů

Poslední hledisko jsou **hrozby a rizika pro společnost** zohledňující rizika, která mohou nepředvídatelně zhoršit výsledky společnosti, např. prudké zostření konkurence, zásah státu nebo regulačních orgánů apod.

Každé kritérium je hodnoceno známkou podle toho, jak výhodné investovat do dané společnosti se jeví. Podle každého kritéria se vlastnosti akcie hodnotí pěti stupni jako velmi příznivé, příznivé, neutrální, nepříznivé, velmi nepříznivé, čemuž odpovídají známky 1 až 5. Není-li uvedeno jinak, jsou body přiděleny na základě pečlivého zvážení všech dostupných informací.

Kritérium	1	2	3	4	5	6	Hodnotící koeficient
Váha kritéria %	10	15	20	25	10	20	
ČEZ	1	1	1	5	1	2	2,2
Zentiva	1	1	1	5	3	1	2,2
ORCO	3	2	1	2	5	3	2,4
Erste Bank	1	1	1	5	4	2	2,5
PEGAS NONWOVENS	4	3	2	2	5	3	2,85
Komerční banka	3	3	4	3	2	2	2,9
Unipetrol	3	3	3	4	2	2	2,95
ECM	5	4	2	2	4	3	3
Telefónica O2 Czech Republic	2	2	4	3	4	3	3,05
CME	3	5	3	5	4	4	4,1
Philip Morris	3	4	5	5	5	5	4,65

Tabulka č.23: Hodnotící koeficienty akcií

Poté, co je každá akcie ohodnocena, vypočte se hodnotící koeficient. Kritéria mají při rozhodování různou váhu, která je uvedena v následující tabulce. Hodnotící

koeficient je součet součinů váhy kritéria a hodnotící známky. Podle tohoto hodnocení platí, že čím nižší hodnotící koeficient je, tím lepší investiční příležitostí dané akcie jsou.

Do portfolia zařadíme akcie s nejnižšími hodnotícími koeficienty. Vybereme šest akcií a vytvoříme z nich portfolio, ve kterém budou rovnoměrně zastoupeny z hlediska výše investovaných financí. Šest akcií by mělo poskytovat dostatečnou míru diverzifikace a současně takové portfolio ještě nezahrnuje příliš velkou část akcií ze systému SPAD. Při závěrečném rozhodování uskutečníme jedno nesystémové rozhodnutí a do portfolia nezařadíme Komerční banku, která je na šestém místě v tabulce, ale Unipetrol ze sedmého místa. Tento krok uskutečňujeme proto, abychom nezařazovali dvě banky do portfolia.

Ve výpočtech jsou použity uzavírací ceny pražské burzy ze dne 18.5.2007. Za ceny velmi blízké těmto kurzům lze akcie nakoupit na začátku dalšího obchodního dne, tj. 21. května 2007.

Akcie	Nákupní cena	Počet akcií	Objem v portfoliu Kč
ČEZ	1066,01	782	833620
Erste Bank	1668,51	499	832586
ORCO	3507,54	238	834795
PEGAS	812,01	1026	833122
Unipetrol	271,45	3070	833352
Zentiva	1403,01	594	833388

Tabulka č.24: Ceny, počet a objem akcií v portfoliu

## ZÁVĚR

Sestavování investičních portfolií je velmi individuální. Investoři sledují různé investiční strategie, jsou v rozdílné míře ochotni podstupovat investiční rizika a i používané metody výběru cenných papírů se velmi liší. Někteří investoři obchodují mnohokrát za den a spokojí se ziskem i v řádu desetin procenta, jiným stačí uskutečnit jeden obchod ročně, ale zato očekávají zisky v řádu stovek procent.

Tato práce sestavuje portfolio spíše pro druhý typ investorů. Investiční horizont je čtyři roky a očekává se uskutečnění jen několika nákupních či prodejních rozhodnutí v průběhu trvání portfolia. Investiční kvalita akcií je posuzována podle dlouhodobých vyhlídek jejich emitentů. Hlavní použitou metodou je fundamentální analýza. Největší váha při závěrečném rozhodování je této analýze přikládána na úrovni jednotlivých akciových společností. Druhou důležitou metodou je model jednoho indexu. Akcie jsou vybírány podle svých  $\beta$  koeficientů na základě makroekonomické prognózy pro následující dva roky.

Výběr a vhodnost použitých metod jsou podmíněny platností dvou základních předpokladů o chování reálných trhů. Prvním důležitým předpokladem je jejich nedokonalá efektivita. Předpokládáme, že se na trhu vyskytují podhodnocené cenné papíry, jejichž kurz je nižší než jejich vnitřní hodnota, a do portfolia vybíráme akcie s nejvyšší mírou podhodnocení. Druhým předpokladem je, že se investoři nechovají zcela racionálně. Kurzy, které vzejdou ze střetu nabídky a poptávky investorů, jsou v některých případech neopodstatněně nízké. A právě takové akcie do portfolia pomocí výše uvedených metod vybíráme. Investiční portfolio, které má vykazovat vyšší výnosy než celý trh, musí být tedy složeno z akcií, které přinesou vyšší výnosy, ale které jsou zároveň spojeny jen s relativně nižšími riziky.

Sestavení portfolia je v každém případě do značné míry subjektivní. Neexistuje žádný všeobecně přijímaný a v praxi osvědčený návod, jak portfolio sestavit. Nelze ani jednoznačně rozhodnout, které metody použít. Avšak výběr metod a jejich uplatnění má na výslednou podobu portfolia velký vliv. Takové úvodní rozhodnutí je tedy pro úspěch investora klíčové. Bohužel tento krok musí učinit každý investor sám dle svých zkušeností a investorského citu.

Tato práce vybírá akcie pomocí šesti kritérií. Jen dvě z nich používají pro hodnocení akciových společností exaktní metody. V ostatních případech jsou kritéria

posuzována pečlivým zhodnocením všech dostupných informací. Stejným způsobem jsou určeny i váhy jednotlivých kritérií. Je tedy zřejmé, že sestavení portfolia je z větší části provedeno pomocí subjektivních metod. Při rozhodování se zvažuje mnoho informací, které jsou jen odhady současných nebo budoucích ekonomických veličin. V konečném rozhodnutí o výběru akcií je z těchto důvodů zahrnuta velká dávka nejistoty. Každý, kdo se rozhodne do portfolia, které doporučuje tato práce, investovat, musí vzít v úvahu omezení, která vyplývají z výběru použitých metod i jejich praktického použití.

Ještě předtím, než investor, plně si vědom všech rizik s tím spojených, akcie nakoupí, musí si stanovit jasná pravidla, jak bude portfolio spravovat. Všechny doposud učiněné kroky zkoumaly akcie, které lze nakoupit. Stejně důležité, ne-li důležitější, jako rozhodnutí akcie koupit, je rozhodnutí akcie prodat. Dokud nejsou akcie prodány, jsou všechny zisky a ztráty velmi nejisté. Až teprve v okamžiku ukončení investice jsou známy náklady a výnosy, které s ní byly spojeny. Proto je nezbytně nutné, aby si investor stanovil pravidla, jak se zachová, když dojde ke změně akciových kurzů. Investor, pro kterého je toto portfolio vytvářeno, je ochoten ztratit maximálně 30% počáteční hodnoty portfolia. Je nutné stanovit taková pravidla, aby ztráta nebyla vyšší a současně aby mohlo dojít ke změně v portfoliu, ukáží-li se nějaké akcie jako špatná volba. Lze navrhnout například pravidlo, že pokud cena kterýchkoli akcií klesne pod úroveň 80% nákupního kurzu, akcie budou prodány a bude provedena další analýza za účelem nalezení ziskové investice. Pokud opakovaně dojde k poklesům kurzů akcií v portfoliu, budou v okamžiku, kdy hodnota investice klesne na 70% své počáteční hodnoty, veškeré akcie prodány a zbývající část prostředků investora bude uložena na termínovaný účet do doby skončení investičního horizontu.

Prakticky je možné investici do navrženého akciového portfolia uskutečnit prostřednictvím některé z makléřských společností v České republice. Nákup akcií je samozřejmě spojen s poplatky, stejně jako vytvoření a vedení účtu u obchodníka s cennými papíry. Nákupní pokyn je obvykle zpoplatněn částkou ve výši přibližně půl procenta hodnoty portfolia. Náklady na prodej jsou podobné.

Načasování investice na současnou dobu není pravděpodobně příliš vhodné. Současné kurzy totiž dosahují rekordních hodnot. Navíc by budoucí zisky společností musely být velmi vysoké, aby současné ceny podle fundamentálních analýz odpovídaly

skutečným hodnotám akcií. Je téměř jisté, že během následujících čtyř let dojde k většímu poklesu na akciových trzích. Poslední pokles se udál na přelomu února a března letošního roku. Celosvětově došlo k propadu akciových indexů za jeden den až o 10%. Během 27. února poklesl index S&P 500 o 3,5%, což byl největší propad od září 2001. Na začátku tohoto poklesu stál překvapivě čínský akciový trh. Tento trh je ze světového měřítká nevýznamný, protože objemy zde obchodovaných cenných papírů jsou o několik řádů nižší než objemy ve Spojených státech nebo Japonsku. Po tomto celosvětovém poklesu pak následoval o několik dní později propad na americkém hypotečním trhu. Zatím to ale vypadá, že se pokles již nebude dále rozvíjet. Takové dění na trzích napovídá, že v současné době panuje na trzích značná nervozita a investoři mají obavy o své zisky. Ve světovém měřítku dnes existuje obrovské množství volných finančních prostředků, které jejich správci musí někam investovat, a akciové trhy tedy stále více rostou.

Nabízí se proto otázka, zda by nebylo rozumnější za této situace počkat, až k poklesu dojde, a teprve potom akcie nakoupit. Z teoretického hlediska je to jistě správnější postup, otázkou však zůstává, jak úspěšné takové časování trhu může být. Je proto na pečlivém uvážení investora, zda se rozhodne investovat v současné době v celém objemu, nebo zda uskuteční investici v několika časově vzdálených krocích.

Portfolio akcií bylo navrženo a cíle práce je tedy dosaženo. Kvalitu navrženého portfolia ukáže vývoj kapitálových trhů v následujících letech.

## Seznam použitých zdrojů

### Monografické publikace

- [1] BRADA, Jaroslav. *Teorie portfolia*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 1996. 160 s. ISBN 80-7079-259-0.
- [2] BREALEY, R.A. – MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- [3] GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2004. 156 s. ISBN 80-247-0709-8.
- [4] JÍLEK, Josef. *Finanční trhy*. 1. vyd. Praha: Grada, 1997. 527 s. ISBN 80-7169-453-3.
- [5] KOHOUT Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 3. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2003. 276 s. ISBN 80-247-0560-5.
- [6] KOHOUT, Pavel HLUŠEK, Martin. *Peníze, výnosy a rizika*. 2. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2002. 214 s. ISBN 80-86119-48-3.
- [7] REJNUŠ, Oldřich. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2004. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- [8] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

### Seriálové publikace

- [9] *Osobní finance*. Č. 5/07 (květen 2007). Brno: COMPUTER PRESS, 2007. Vychází měsíčně. ISSN 1213-7405.
- [10] *EKONOM*. Č. 20 (17.-23.5.2007). Praha: Economia, 2007. Vychází týdně. ISSN 1210-0714.

### Elektronické zdroje

- [11] Ministerstvo financí České republiky. *Makroekonomická predikce České republiky* [online]. 2007. [cit. 18. května 2007] Dostupné z [http://www.mfer.cz/eps/rde/xber/mfer/MakroPre\\_2007Q2\\_komplet.pdf](http://www.mfer.cz/eps/rde/xber/mfer/MakroPre_2007Q2_komplet.pdf)
- [12] *Výroční zprávy CME za léta 2005-2007* [online]. [cit. 18. května 2007]. Dostupné z <http://www.cetv-net.com/en/investors/sec-filings.php?> a

- [13] *Výroční zprávy ČEZ za léta 2002-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007].  
Dostupné z [http://www.cez.cz/presentation/cze/instance\\_list.jsp?folder\\_id=7055](http://www.cez.cz/presentation/cze/instance_list.jsp?folder_id=7055)
- [14] *Výroční zpráva ECM za rok 2006.* [online]. [cit. 18. května 2007].  
Dostupné z  
[http://www.ecm.cz/get\\_file.php?filename=admin/reports/cz/vz\\_ecm\\_06\\_cz\\_web.pdf](http://www.ecm.cz/get_file.php?filename=admin/reports/cz/vz_ecm_06_cz_web.pdf)
- [15] *Výroční zprávy Erste Bank za léta 2001-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007].  
Dostupné z <http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=AT0000652011#KI>.
- [16] *Výroční zprávy Komerční banky za léta 2001-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007]. Dostupné z [http://www.kb.cz/cs/com/investor/annual\\_reports.shtml](http://www.kb.cz/cs/com/investor/annual_reports.shtml)
- [17] *Výroční zprávy ORCO za léta 2003-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007].  
Dostupné z <http://www.orcogroup.com/investors/download/annual-reports>
- [18] *Výroční zpráva PEGAS NONWOVENS za rok 2006.* [online]. [cit. 18. května 2007]. Dostupné z  
[http://www.pegasas.cz/default.asp?nDepartmentID\\_155&nLanguageID\\_1](http://www.pegasas.cz/default.asp?nDepartmentID_155&nLanguageID_1)
- [19] *Výroční zprávy Philip Morris za léta 2004-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007].  
Dostupné z <http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CS0008418869#KI>.
- [20] *Výroční zprávy Telefónica O2 Czech Republic za léta 2003-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007]. Dostupné z [http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin\\_CS0008418869#KL](http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin_CS0008418869#KL)
- [21] *Výroční zprávy Unipetrol za léta 2003-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007].  
Dostupné z  
[http://www.unipetrol.cz/html/index.php?s1=1&s2=2&s3=16&lng=1&PHPSESSID\\_ed53fe60e56efd0972da613dace9afaf](http://www.unipetrol.cz/html/index.php?s1=1&s2=2&s3=16&lng=1&PHPSESSID_ed53fe60e56efd0972da613dace9afaf) [cit. 18. května 2007].
- [22] *Výroční zprávy Zentiva za léta 2004-2006.* [online]. [cit. 18. května 2007].  
Dostupné z  
<http://www.zentiva.cz/default.aspx/cz/investors/reports/annualreports>

## Seznam zkratek

a.d.	a.s.
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CME	CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES LTD.
d.d.	a.s.
d.o.o.	a.s.
ECM	ECM Real investments A.G.
Erste nebo Erste Bank GmbH	Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG s.r.o.
IKS KB	Investiční kapitálová společnost KB, a.s.
KB	Komerční banka, a.s.
LLC	s.r.o.
Ltd.	a.s.
N.V.	a.s.
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
ORCO	ORCO PROPERTY GROUP S.A.
PEGAS	PEGAS NONWOVENS S.A.
Philip Morris	Philip Morris Česká republika
RON	rumunské nové leu
S.A.	a.s.
SKK	slovenská koruna
Sp. z o.o.	s.r.o.
USD	americký dolar

## **Seznam příloh**

Příloha č.1: Přidělení bodů podle ukazatelů P/E a P/BV

Příloha č.2: Přidělení bodů podle  $\beta$  koeficientů

## Příloha č.1: Přidělení bodů podle ukazatelů P/E a P/BV

Akcie	P/E	P/E*P/BV	Bodové hodnocení
CME		370	5
ČEZ		60	5
ECM		11,25	2
Erste Bank		46	5
Komerční banka	13		3
ORCO	8		2
PEGAS NONWOVENS		10,3	2
Philip Morris		36	5
Telefónica O2 Czech Republic		17,3	3
Unipetrol		26	4
Zentiva		88	5

P/E	<5	5-10	10-15	15-20	>20
P/E x P/BV	<10	10-15	15-22,5	22,5-30	>30
Bodové hodnocení	1	2	3	4	5

## Příloha č.2: Přidělení bodů podle $\beta$ koeficientů

	Období vývoje trhu			Dnů v období			Index $\beta$ koeficientů	Bodové hodnocení
	A: pokles	B: růst	C: pokles	A	B	C		
<b>ČEZ</b>	1,08	1,45	1,52	23	176	5	1,37	1
<b>Unipetrol</b>	1,56	1,1	1,76	23	176	5	1,04	2
<b>Komerční banka</b>	1,12	0,97	0,26	23	176	5	1,03	2
<b>Zentiva</b>	1,19	0,96	2,05	23	176	5	0,93	3
<b>Telefónica</b>	0,98	0,85	0,59	23	176	5	0,89	4
<b>CME</b>	0,7	0,81	1,23	23	176	5	0,88	4
<b>Erste Bank</b>	0,82	0,82	0,87	23	176	5	0,87	4
<b>ECM</b>		0,86	1,52		54	5	0,84	4
<b>ORCO</b>	0,67	0,62	1,4	23	176	5	0,72	5
<b>PEGAS</b>		0,5	1,05		47	5	0,54	5
<b>Philip Morris</b>	1,11	0,43	0,47	23	176	5	0,52	5

<b>Bodové hodnocení</b>	1	2	3	4	5
<b>Index <math>\beta</math> koeficientů</b>	>1,1	1-1,1	0,9-1	0,8-0,9	<0,8