



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA AKCIÍ

STOCK FUNDAMENTAL ANALYSIS

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. JAN MACHÁŇ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. ZDENĚK SOJKA, CSc.

BRNO 2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Macháň Jan, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám 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 zadává diplomovou práci s názvem:

Fundamentální analýza akcií

v anglickém jazyce:

Stock Fundamental Analysis

Pokyny pro vypracování:

Analyzovat vybraný akciový titul pomocí fundamentální analýzy

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.

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

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

MUSÍLEK, P. Finanční trhy a investiční bankovnictví. 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.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 3. rozšířené vydání. Ostrava: KEY Publishing s.r.o. 2011. 690s. ISBN 978-80-7418-128-3

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

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2011/2012.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 08.05.2012

ABSTRAKT

Cílem diplomové práce je vypracování fundamentální analýzy akcií Komerční banky, a. s. V rámci této fundamentální analýzy bude provedena globální analýza, odvětvová analýza a podniková analýza. Pomocí nejpoužívanějších metod bude stanovena vnitřní hodnota akcie Komerční banky. Na základě porovnání této vnitřní hodnoty akcie s její tržní cenou bude navrženo investiční doporučení.

ABSTRACT

The aim of this master's thesis is to do a fundamental analysis of shares of Komerční banka. A part of this master's thesis is to work out global analysis, sectoral analysis and corporate analysis. Using the most commonly used methods will be determined intrinsic value of shares of Komerční banka. Based on the comparison of the intrinsic value to the market price will be proposed an investment recommendations.

KLÍČOVÁ SLOVA

Fundamentální analýza, akcie, Komerční banka, akciová společnost, investice, vnitřní hodnota, výnos.

KEY WORDS

Fundamental analysis, share, Komerční banka, joint-stock company, investment, intrinsic value, return.

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE

MACHÁŇ, J. *Fundamentální analýza akcií*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 94 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, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 24. 5. 2012

.....

Bc. Jan Macháň

PODĚKOVÁNÍ

Děkuji tímto vedoucímu diplomové práce doc. Ing. Zdeňku Sojkovi, CSc. za cenné rady a připomínky, které mi pomohly při vypracování této diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD.....	11
1 Vymezení problému a cíle práce	12
2 Teoretická východiska práce	13
2.1 Základy finančního investování	13
2.2 Finanční trhy	14
2.2.1 Trh s cizími měnami	15
2.2.2 Peněžní trh	16
2.2.3 Kapitálový trh	17
2.2.4 Trh drahých kovů.....	17
2.3 Trh cenných papírů	17
2.3.1 Trhy primární	18
2.3.2 Trhy sekundární	19
2.4 Charakteristika akciové společnosti v České republice	19
2.5 Charakteristika akcií.....	21
2.6 Fundamentální analýza.....	23
2.6.1 Globální analýza	25
2.6.1.1 Reálný výstup ekonomiky	26
2.6.1.2 Fiskální politika	26
2.6.1.3 Peněžní nabídka.....	27
2.6.1.4 Úrokové sazby	27
2.6.1.5 Inflace	28
2.6.1.6 Příliv a odliv zahraničního kapitálu.....	29
2.6.1.7 Kvalita investičního prostředí.....	29
2.6.2 Odvětvová analýza.....	30
2.6.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus.....	30
2.6.2.2 Regulace odvětví	30
2.6.2.3 Životní cyklus odvětví.....	31
2.6.3 Podniková analýza	32
2.6.3.1 Finanční analýza	32
2.6.3.2 Výpočet vnitřní hodnoty akcie	35

3	Analýza problému a současné situace	44
3.1	Globální analýza České republiky	44
3.1.1	Reálný výstup ekonomiky	44
3.1.2	Inflace	47
3.1.3	Fiskální politika	49
3.1.4	Úrokové sazby	53
3.1.5	Peněžní nabídka	56
3.1.6	Příliv a odliv zahraničního kapitálu	58
3.2	Analýza bankovního sektoru České republiky	59
3.2.1	Stručná charakteristika	59
3.2.2	Regulace	60
3.2.3	Ziskovost	61
3.2.4	Úvěrování bankovním sektorem	63
3.2.5	Kapitálová přiměřenost	66
3.2.6	Zaměstnanost	67
4	Vlastní návrhy řešení	69
4.1	Analýza akciové společnosti Komerční banka	69
4.1.1	Charakteristika společnosti Komerční banka, a. s.	69
4.1.1.1	Struktura akcionářů	71
4.1.1.2	Skupina Komerční banky	72
4.1.1.3	Představenstvo	73
4.1.1.4	Dozorčí rada	73
4.1.1.5	Finanční analýza	74
4.2	Výpočet vnitřní hodnoty akcie	77
4.2.1	Vstupní parametry	77
4.2.2	Dividendový diskontní model	81
4.2.3	Ziskové modely	82
4.2.4	Historické modely	82
4.2.5	Model nadměrného výnosu	83
4.2.6	Investiční doporučení	83
5	ZÁVĚR	85
6	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	87

7	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	91
8	SEZNAM OBRÁZKŮ, GRAFŮ A TABULEK.....	92
9	SEZNAM PŘÍLOH.....	94

ÚVOD

Možnost investovat peněžní prostředky na akciových trzích je v dnešní době otevřená široké veřejnosti. Investice do akcií přináší možnost v podstatě neomezeně zhodnotit prostředky do nich vložené, naopak ztráta při tom nejhorším možném vývoji může dosáhnout pouze do výše těchto vložených prostředků. S držbou akcie se pojí navíc možnost dosažení dalších příjmů v podobě vyplacených dividend.

Investoři při vkládání svých peněžních prostředků do akcií berou v úvahu očekávaný vývoj vybrané akciové společnosti a samozřejmě také celého akciového trhu, který se vyznačuje značnou volatilitou a je ovlivňován celou řadou faktorů. Dle těchto svých predikcí následně uskutečňují nákup nebo prodej akciového titulu, případně se rozhodnou již nakoupený titul držet dále. Ve složitém procesu rozhodování mohou investorům pomoci nejrůznější metody a analýzy. Mezi nejznámější a nejpoužívanější jsou řazeny fundamentální analýza, technická analýza a psychologická analýza. Žádnou z těchto analýz nelze považovat za vysloveně exaktní, protože výsledky těchto analýz jsou do určité míry ovlivňovány subjektivními názory investora.

Tématem této diplomové práce je provedení fundamentální analýzy. Fundamentální analýza je vhodná především pro rozhodování o dlouhodobějších investicích. Cílem analýzy je stanovit vnitřní hodnotu vybrané akcie a tu pak porovnat s její tržní cenou. Na základě tohoto srovnání je zjištěno, zdali je tržní cena akcie podhodnocena či naopak, a tedy jestli je vhodná k investování.

1 Vymezení problému a cíle práce

Hlavním cílem této diplomové práce je vypracování fundamentální analýzy akcií Komerční banky, a. s. Klíčovým úkolem této fundamentální analýzy je stanovit vnitřní hodnotu akcie a porovnat ji s její tržní cenou. Pomocí tohoto porovnání bude navrženo investiční doporučení.

První část diplomové práce bude obsahovat teoretická východiska nezbytná pro vypracování praktické části práce. Budou zde uvedeny stručné charakteristiky finančního investování, finančních trhů a trhů cenných papírů. Převážná část první kapitoly pak bude věnována popisu fundamentální analýzy akcií. Ta se skládá z globální analýzy, odvětvové analýzy a podnikové analýzy. Všechny tyto části budou podrobně charakterizovány a vysvětleny.

Následující část diplomové práce bude zaměřena na aplikaci teoretických poznatků z úvodní části práce na konkrétní akciový titul – tedy na akcii Komerční banky, a. s. V globální analýze bude provedeno zhodnocení hlavních makroekonomických ukazatelů České republiky. Odvětvová analýza se bude zabírat situací v bankovním sektoru České republiky, kdy budou rozebrány například ziskovost sektoru nebo průměrná kapitálová přiměřenost sektoru. Podniková analýza akciové společnosti Komerční banka v sobě bude zahrnovat finanční analýzu společnosti a výpočet vnitřní hodnoty její akcie pomocí čtyř typů modelů.

V samém závěru diplomové práce bude na základě výsledků dosažených v praktické části navrženo investiční doporučení.

2 Teoretická východiska práce

První kapitola diplomové práce obsahuje teoretické poznatky z oblasti zpracování fundamentální analýzy akcií.

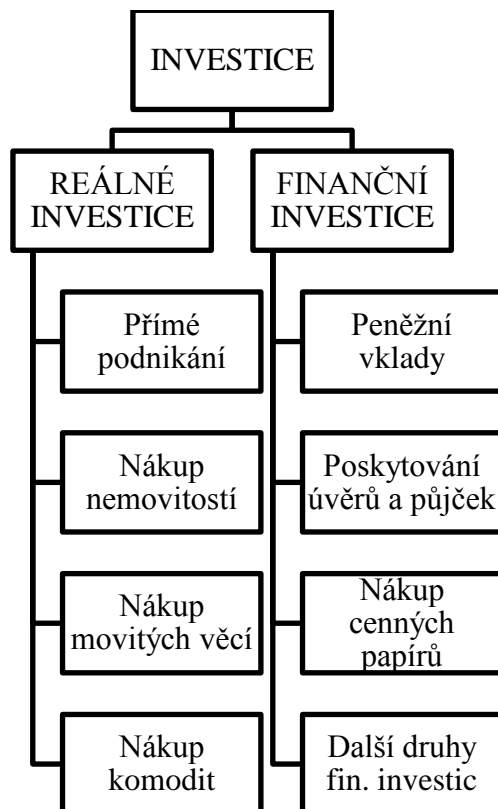
2.1 Základy finančního investování

Finanční trh je místem, kde se úspory přeměňují v investice. Na trh vstupují majitelé těchto úspor (finančního přebytku), kteří jej nabízejí ostatní ekonomickým subjektům, které nemají dostatek svých vlastních prostředků na uskutečnění svých investic. Majitelé úspor jsou ochotni tyto své prostředky poskytnout za účelem jejich zhodnocení.

Investici lze charakterizovat jako obětování jisté současné hodnoty s cílem získat sice vyšší, ale nejistou hodnotu budoucí. Majitelé kapitálu se ho tedy na určitou dobu vzdávají a očekávají jeho zhodnocení.

Každý budoucí investor by měl ve vlastním zájmu při investování postupovat racionálně. Měl by se řídit určitými základními pravidly investování a měl by mít přehled a alespoň základní znalosti o těch finančních nástrojích, s kterými hodlá při investování pracovat. Investor by rovněž měl ovládat základní znalosti metody výpočtů, které jsou při investování v praxi nezbytné. V případě, že tyto znalosti nemá, může využít služeb investičních a finančních odborníků, např. investičních poradců. Investor však vinnou absencí základních znalostí v oblasti investování nebude moci ověřit, zdali doporučení a rady investičních poradců odpovídají jeho investičním a finančním záměrům a možnostem.(5)

Základní způsob členění investic udává, že investice je možno rozdělit na dvě základní skupiny, kterými jsou investice reálné a investice finanční. Obě tyto skupiny lze potom dále členit, a to mnohem podrobněji. Členění investic je zachyceno na obrázku 1.(7)



Obrázek 1: Členění investic. Zdroj: (7)

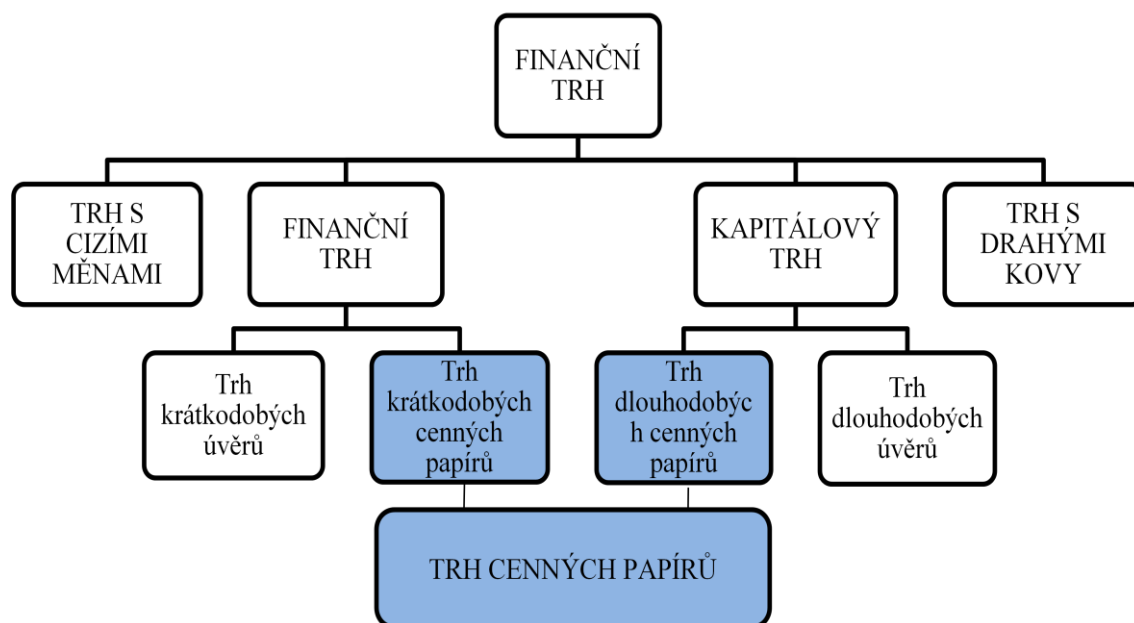
2.2 Finanční trhy

Finanční trh můžeme charakterizovat jako souhrn investičních instrumentů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k pohybu volných finančních prostředků.

Na finančním trhu se nachází na jedné straně přebytkové jednotky (disponují volnými finančními prostředky) a na druhé deficitní jednotky, které pociťují nedostatek volných finančních prostředků. Třetím subjektem na finančním trhu jsou finanční zprostředkovatelé. Jedná se o specializované instituce, jejichž úkolem je napomoci přesunu volných finančních prostředků od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním s minimálními transakčními a informačními náklady.(9)

Finanční trh lze dělit z různých úhlů pohledu. Nejčastěji však jeho členění vychází z jednotlivých druhů finančních instrumentů, které se na dílčích segmentech finančního trhu obchodují. V rámci finančního trhu funguje celá řada dílčích segmentů, a to především trh peněžní a trh kapitálový, nicméně zde ještě řadí i poněkud specifické

trhy s cizími měnami a trhy drahých kovů. Pokud se jedná o další návazné členění peněžního a kapitálového trhu, je možno je dále rozdělit na trhy krátkodobých a dlouhodobých úvěrů a trhy krátkodobých a dlouhodobých cenných papírů, které tvoří trh cenných papírů.(7)



Obrázek 2: Členění finančního trhu. Zdroj: (7)

2.2.1 Trh s cizími měnami

Trh s cizími měnami lze rozdělit na dva dílčí základní segmenty, kterými jsou:(7)

- **trhy devizové** – trhy s bezhotovostními formami cizích měn, na kterých dochází ke vzájemnému směňování různých konvertibilních měn. Takto dochází k tvorbě jejich kurzů. Nejvýznamnějšími subjekty těchto velkoobchodních transakcí jsou dealeři obchodních bank, kteří nakupují a prodávají devizy na svůj účet. Dalšími subjekty jsou také dealeři centrálních bank a dealeři některých investičních fondů.
- **trhy valutové** – jedná se o trhy s hotovostními formami cizích měn. Ty se obchodují za tzv. valutové kurzy. Tyto kurzy jsou zpravidla odvozovány od devizových kurzů. Lze tedy vyvodit fakt, že valutové trhy nemají samy o sobě kurzotvorný význam.

2.2.2 Peněžní trh

Peněžní trh se vykazuje jednou základní charakteristickou vlastností, kterou je krátkodobost obchodů, jež se na něm uzavírají. Na tomto trhu se subjekty, které mají přebytek peněžních prostředků, setkávají se subjekty, jež tyto prostředky kvůli jejich přechodnému nedostatku poptávají. Jako nejvýznamnější funkci peněžního trhu lze tedy označit financování provozního kapitálu podniků a poskytování krátkodobých peněžních úvěrů či půjček jak domácnostem a firmám, tak i vládám jednotlivých států. V případě, že se jedná o základní vlastnosti finančních nástrojů, které se na tomto trhu obchodují, pak je jejich typickou vlastností krátká doba jejich splatnosti – zpravidla do jednoho roku.(7)

Jak již bylo znázorněno na obrázku 2, peněžní trh se člení na dva dílčí segmenty, kterými jsou:(7)

- **trh krátkodobých úvěrů** – prostřednictvím tohoto trhu dochází k poskytování různých typů krátkodobých úvěrů, především obchodními bankami nebo ostatními licencovanými finančními institucemi. Dále se zde zahrnují obchodní úvěry poskytované navzájem mezi jednotlivými podnikatelskými subjekty. Tyto úvěry souvisejí převážně s dodávkami zboží a služeb. Pochopitelně zde patří také úvěry poskytované pouze v rámci bankovního sektoru. V neposlední řadě se zde vyskytují také krátkodobé vklady ukládané u obchodních bank a to jak obyvatelstvem, tak i podniky a obcemi.
- **trh krátkodobých cenných papírů** – na tomto trhu se subjekty, jež poptávají peníze, obrazejí na vhodné zájemce s nabídkou cenných papírů (krátkodobých dluhopisů). Mohou tak činit buď přímo, nebo prostřednictvím specializovaných finančních institucí. Využívají se zde nástroje jako směnky, depozitní certifikáty, pokladniční poukázky apod.

Nástroje, s nimiž se na finančním trhu setkáváme, se vyznačují v obecné rovině nižším rizikem, avšak také nižším výnosem. V případě cenných papírů zde můžeme také mluvit o jejich poměrně vysoké likviditě.

2.2.3 Kapitálový trh

Kapitálový trh je určen pro finanční operace s dlouhodobými finančními prostředky. Ty mají nejčastěji povahu investic. Kapitálové trhy jsou tedy určeny především pro poskytování střednědobých a dlouhodobých úvěrů, nebo, a to častěji pro finanční operace s dlouhodobými cennými papíry. Mezi účastníky těchto operací řadíme jak jednotlivce, tak i podniky, finanční instituce různého zaměření, vlády jednotlivých zemí, mezinárodní a nadnárodní organizace. Tito účastníci zde zastávají role emitentů, investorů nebo zprostředkovatelů.

Za hlavní instrumenty kapitálové trhu jsou považovány především akcie a dlouhodobé dluhopisy. Z tohoto důvodu bývá často kapitálový trh nazýván trhem cenných papírů. Převaha cenných papírů a dlouhodobý horizont jejich splatnosti zapříčiňuje to, že je kapitálový trh považován za rizikovější než finanční trh.(8)

2.2.4 Trh drahých kovů

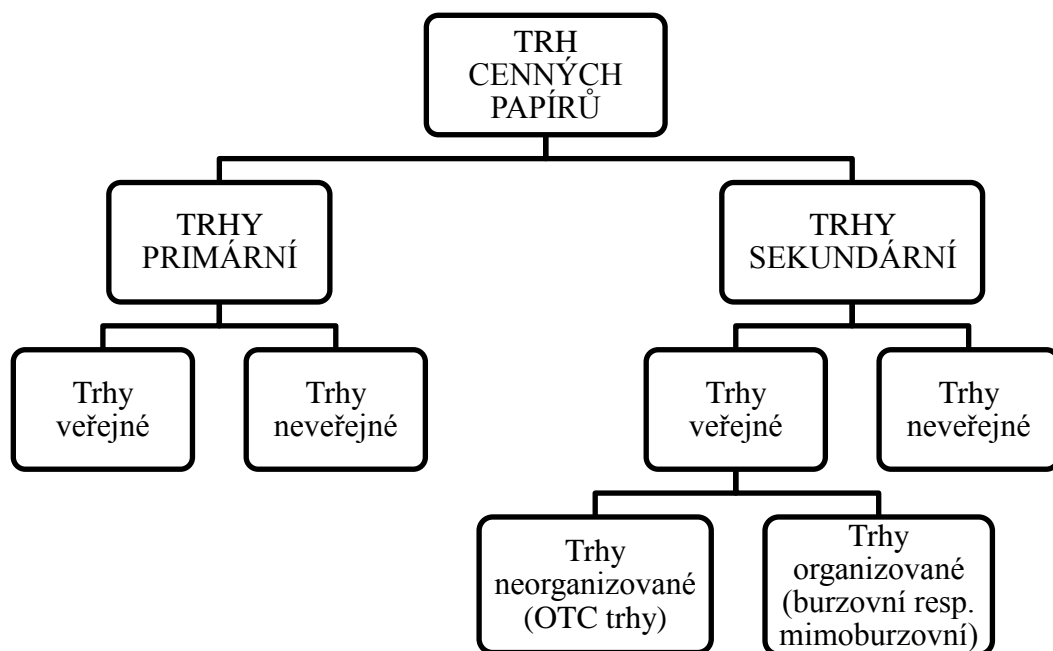
Mezi nejdůležitější trhy drahých kovů jsou všeobecně zařazovány trhy zlata a stříbra. Mimo tyto zde však patří také trhy platiny a paládia.

Investice do drahých kovů lze provádět přímou formou - např. nákupem fyzického zlata, případně zlatých nebo stříbrných mincí, nebo nepřímou formou - tedy nákupem různých listinných cenných papírů.(8)

2.3 Trh cenných papírů

Z výše uvedeného členění finančního trhu (obrázek 2) lze vyčíst, že trh cenných papírů se skládá z části peněžního trhu a z části kapitálového trhu. Konkrétně se jedná o trh krátkodobých cenných papírů a trh dlouhodobých cenných papírů.

Následující obrázek 3 znázorňuje nejčastější způsob dělení trhu cenných papírů. Toto členění vychází ze skutečnosti, zdali se jedná o prvotní emisi cenných papírů, nebo se obchoduje s již dříve vydanými cennými papíry.



Obrázek 3: Členění trhu cenných papírů. Zdroj: (7)

2.3.1 Trhy primární

Hlavní funkce primárního trhu je získávání nových peněžních zdrojů a jejich následná přeměna ve zdroje dlouhodobé. Tyto zdroje jsou důležité především při financování důležitých investic velkých společností, korporací a státu.

Fungování těchto primárních trhů je do velké míry ovlivněno fungováním sekundárních trhů. Důvodem je především fakt, že zájem investorů o nově emitované cenné papíry závisí jak na vývoji tržních cen obdobných cenných papírů obchodovaných na sekundárním trhu, tak i na jejich likviditě.(7)

Primární trhy cenných papírů lze dále dělit na:(8)

- **primární trhy veřejné** - emitenti mohou cenné papíry na primární veřejný trh umisťovat několika způsoby. Existují tři základní způsoby, kterými se cenné papíry uvádějí na primární trh. Prvním způsobem je tendr, kdy emitent vyhlásí celkovou hodnotu nabízených cenných papírů a očekává nabídky od zájemců. Tyto nabídky po vypršení jím stanovené lhůty seřadí od nejvyšší nabízené ceny. V momentě, kdy se dosáhne celkové hodnoty úpisu, jsou všechny ostatní

nabídky s nižší cenou odmítnuty. Druhým způsobem je aukce. Ta se od tendru liší tím, že zájemci (nebo jejich zástupci) musejí být přítomni a musejí zasahovat do probíhajícího boje. Třetí způsob je prodej za fixní cenu. U tohoto způsobu je předem stanoveno, za jakou cenu se bude cenný papír prodávat. Tento způsob je v praxi špatně proveditelný, protože je velmi obtížné správně odhadnout cenu cenného papíru.

- **primární trhy neveřejné** - na těchto trzích se obchodují tzv. uzavřené emise. Emitent již předem dojedná prodej svých nově emitovaných cenných papírů s vybranými investory. Uvedení těchto cenných papírů je poté oznámeno již jako skutečnost.

2.3.2 Trhy sekundární

Obdobným způsobem jako primární trhy je možno dělit i sekundární trhy cenných papírů na:(8)

- **sekundární trhy veřejné** – na těchto trzích se obchodují již dříve vydané cenné papíry. Tyto trhy je možno dále členit na trhy organizované a trhy neorganizované. Mezi reprezentanty organizovaných trhů patří burzy, případně další licencovaní mimoburzovní pořadatelé veřejného trhu. Neorganizované trhy zastupují tzv. OTC trhy (over the counter markets), tedy „obchody přes přepážku“, kdy zájemce o koupi nebo prodej cenných papíru provede tento obchod s vybraným obchodníkem nebo s pověřenou licencovanou institucí, která mu zvolený obchod zprostředkuje.
- **sekundární trhy neveřejné** – vznikají na základě faktu, že je možno na finančních trzích převážné většiny zemí prodávat i nakupovat cenné papíry mezi jejich majiteli a potenciálním kupci. Obchoduje se tedy přímo mezi jednotlivými subjekty, je však také možno využít služeb zprostředkovatele.

2.4 Charakteristika akciové společnosti v České republice

Akciovou společností rozumí obchodní zákoník společnost, která má svůj základní kapitál rozdělen na určitý počet akcií, z nichž každá má svoji jmenovitou

hodnotu. Společnost ručí za své závazky celým svým majetkem, akcionáři za závazky společnosti neručí.

Akciová společnost v České republice musí vytvořit základní kapitál. Jeho výše se odvíjí od skutečnosti, zdali byly akcie společnosti při založení veřejně nabídnuté k odkoupení, či nikoliv. Pokud byly akcie součástí veřejné nabídky, pak součet jejich jmenovitých hodnot musí činit alespoň 20 milionů Kč. Základní kapitál akciové společnosti, která byla založena bez veřejné nabídky akcií, pak musí dosáhnout výše pouze 2 milionů Kč.

Obchodní firma akciové společnosti musí bezpodmínečně zahrnovat označení „akciová společnost“, případně zkratky „akc. spol.“ nebo „a. s.“

Nejvyšším orgánem akciové společnosti je valná hromada, tedy shromáždění všech akcionářů. Valná hromada je schopná usnášení se v případě, že jsou přítomni akcionáři společnosti, kteří drží akcie s celkovou hodnotou převyšující 30 % hodnoty základního kapitálu. Rozhodnutí jsou přijímána většinou hlasů přítomných účastníků valné hromady, přičemž počet hlasů jednoho akcionáře je určen součtem jmenovitých hodnot jeho akcií. Dalšími orgány společnosti jsou představenstvo a dozorčí rada. Členy těchto orgánů volí a odvolává valná hromada. Představenstvo společnosti tvoří minimálně 3 členové, kteří si volí svého předsedu. Představenstvo má ve své kompetenci veškeré záležitosti týkající se vedení společnosti, avšak nezasahující do kompetencí valné hromady. Kontrolní činnost nad prací představenstva vykonává dozorčí rada společnosti. Ta má ve svých kompetencích možnost nahlížet do dokumentů a dokladů, jež se týkají společnosti. Na základě svých zjištění vypracovává zprávy, které poté předává valné hromadě akciové společnosti.

Akciová společnost musí dle obchodního zákoníku tvořit rezervní fond. Společnost musí vytvořit rezervní fond v roce, v němž poprvé vytvořila čistý zisk. Výše rezervního fondu činí 20 % z čistého zisku, avšak maximálně 10 % hodnoty základního kapitálu. Fond se postupně doplňuje dle stanov společnosti, nejméně však 5 % z čistého

zisku, a to až do dosažení výše rezervního fondu určeného ve stanovách, minimálně však do výše 20 % základního kapitálu.

2.5 Charakteristika akcií

Akcií lze charakterizovat jako cenný papír, který přiznává jejímu vlastníkovi – akcionáři – práva podílet se na řízení, zisku a zároveň také na likvidačním zůstatku v případě zániku akciové společnosti. Osoba, která se na základním kapitálu společnosti již podílí, avšak stále neobdržela své akcie nebo zatímní listy, protože je společnost dosud nevydala, má práva akcionáře, a to ode dne zápisu základního kapitálu, na kterém se podílí, do obchodního rejstříku.

Akcie jsou vydávány v souladu s obchodním zákoníkem. Mohou být vydány v listinné podobě nebo v podobě zaknihované. Základní údaje, které musí akcie obsahovat, jsou následující:(3)

- firma a sídlo společnosti,
- jmenovitá hodnota,
- označení formy akcie, u akcie na jméno firmu, název nebo jméno akcionáře,
- výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie,
- datum emise.

Dále pak akcie v listinné podobě musí mít i své číselné označení a podpis toho člena, případně členů, představenstva, který je k datu emise oprávněn jednat jménem společnosti.

Akcie jedné společnosti mohou mít dle § 155 obchodního zákoníku různou jmenovitou hodnotu. § 155 dále říká, že v případě, kdy je vydáno více druhů akcií, musí akcie obsahovat také označení druhu a akcie v listinné podobě musí obsahovat i určení práv s nimi spojených alespoň s odkazem na stanovy. Dále je zákonem stanoveno, že akcie téhož druhu s sebou nesou i stejná práva a akciová společnost musí se všemi akcionáři zacházet za stejných podmínek.

Akcie lze členit z několika hledisek. Jedna možnost členění již byla v textu nastíněna. Jednalo o členění na akcie v listinné podobě a v zaknihované podobě. Akcionář, který vlastní akcii v listinné formě, vlastní cenný papír, který má u sebe uschován. Naproti tomu majitel akcie v zaknihované podobě má tuto akcii registrovanou v registru cenných papírů, v České republice se jedná o Centrální depozitář cenných papírů.

Další způsob členění akcií vychází z práv, která jsou s vlastnictvím akcií spojená. Akcie lze v tomto případě členit na:(3)

- **prioritní akcie** – s držetím těchto akcií jsou spojena přednostní práva na výplatu dividend, případně na výplatu podílu na likvidačním zůstatku společnosti. Ze zisku společnosti jsou tedy nejprve vypláceny dividendy akcionářům s prioritními akciemi, případně že na dividendy z prioritních akcií připadá vyšší procento ze zisku, než na kmenové akcie. Likvidační zůstatek v případě zániku společnosti se vyplácí mezi akcionáře dle jmenovité hodnoty, avšak majitelé prioritních akcií mohou být dle stanov zvýhodněni. Je nutné podotknout, že likvidační zůstatek se rozděluje až po uspokojení jednotlivých věřitelů společnosti. Součet jmenovitých hodnot prioritních akcií společnosti nesmí překročit polovinu hodnoty základního kapitálu.
- **kmenové akcie** – jedná se o takový druh akcií, ke kterým nenáleží žádná zvláštní práva.

Členění akcií dle jejich formy je uvedeno § 156 obchodního zákoníku. Tento paragraf člení akcie následujícím způsobem:(3)

- **akcie na jméno** – v případě, že akciová společnost vydává akcie na jméno, musí společnost vést seznam akcionářů. V tomto seznamu eviduje informace o daném akcionáři (jméno nebo název, bydliště nebo sídlo), dále označení druhu a formy akcie, jmenovitou hodnotu, případně číselné označení akcie. Každý akcionář společnosti může na své náklady podat písemnou žádost o

vystavení opisu seznamu všech akcionářů, jež vlastní akcii na jméno, a společnost je povinna tento seznam vydat. Listinná akcie na jméno je převoditelná rubopisem.

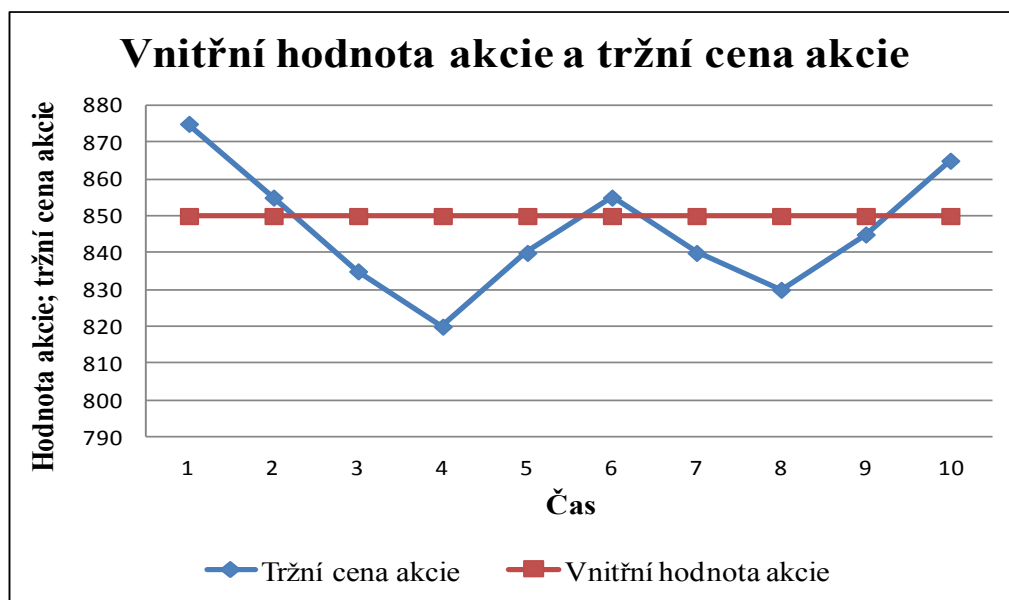
- **akcie na majitele** – tato akcie je neomezitelně převoditelná. Práva plynoucí z držení listinné akcie náleží osobě, která ji předloží. V případě, že se jedná o zaknihovanou akcii, pak práva z jejího vlastnictví náleží osobě vedené v evidenci zaknihovaných cenných papírů. Tento typ akcií je však terčem mnoha výtek. Akcie na majitele lze považovat za netransparentní. V mnoha případech jde těžko dohledat jejich majitele a jsou tedy problémem při zadávání státních zakázek. Je totiž těžké rozkrýt strukturu akcionářů soutěžících společností. I přes četné diskuze a snahy o jejich zrušení však stále zůstávají uzákoněné.

2.6 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je chápána jako jeden z nejkompexnějších druhů akciové analýzy, který se v praxi používá při provádění zásadních investičních rozhodnutí. Její podstata spočívá v tom, že analýza předpokládá odlišnost mezi vnitřní hodnotou akcie a aktuální tržní cenou akcie, za kterou je akcie obchodována na veřejném trhu. Na základě porovnání tržní ceny akcie a vnitřní hodnoty akcie může investor určit, zdali je akcie podhodnocená, nebo nadhodnocená. Akcie je podhodnocená v případě, že její vnitřní hodnota je vyšší než její tržní cena. V opačném případě považuje investor akcii za nadhodnocenou.(7)

Vnitřní hodnota akcie se stanovuje různými metodami a záleží tedy především na investorovi, kterou z metod si zvolí. Výpočet pomocí těchto metod je do značné míry subjektivní, což je zapříčiněno především dosazováním individuálních proměnných veličin. Tyto veličiny určuje investor na základě jemu dostupných informací a údajů. Tyto údaje však nemusí být vždy věrohodné, ba naopak mohou být zkreslené, a tudíž mohou mít negativní vliv na stanovení vnitřní hodnoty akcie. Investor také nemusí mít přístup ke všem důležitým údajům, které vnitřní hodnotu akcie ovlivňují. Z tohoto důvodu je investorům doporučováno vyhledávat takové akcie, mezi jejichž vnitřní hodnotou a tržní cenou je dostatečně velký bezpečnostní polštář. Tento bezpečnostní

polštář snižuje riziko špatné investice a zvyšuje tedy bezpečnost vkladu a slibuje přiměřený výnos. Právě tento bezpečnostní polštář kryje nebezpečí plynoucí z aplikování subjektivních prvků do metod výpočtu vnitřní hodnoty, jak je popsáno výše.(2)



Graf 1: Vnitřní hodnota akcie a tržní cena akcie. Zdroj: Vlastní zpracování

Výše uvedený graf 1 udává vztah mezi vnitřní hodnou a tržní cenou akcie v krátkém období. V tomto období se nepředpokládá změna vnitřní hodnoty akcie. Pro investora bude v tomto případě nejvhodnějším momentem pro investování situace v čase 4, kdy je akcie podhodnocena nejvíce z celého sledovaného období.

Jak již bylo uvedeno, fundamentální analýza je analýzou komplexní. Sleduje tedy veškeré faktory působící na podnik, který analyzujeme. Tyto faktory je proto nutné rozčlenit a analyzovat je postupně zvlášť.

Doporučováno je členění fundamentální analýzy dle charakteru analyzovaných faktorů na tři části, kterými jsou:(8)

- **analýza na makroekonomické úrovni (globální analýza)** – zabývá se analýzou ekonomiky jako celku a zkoumá její vliv na akciové kurzy.

- **odvětvová analýza (oborová analýza)** – rozebírá specifika jednotlivých odvětví a jejich dopad na akciové kurzy.
- **analýza dané společnosti (podniková analýza)** – má za úkol ohodnotit nejdůležitější vnitřní parametry sledovaných podniků.

Pravdivost tvrzení, že cenu akcií ovlivňují faktory ze všech tří výše popsanych oblastí fundamentální analýzy, potvrdila studie¹ z roku 1966. Dle studie mají na tvorbu akciových kurzů největší vliv makroekonomické faktory. Tento vliv je více než 50 %. Pouze ze 13 % se na tvorbě akciových kurzů podílí odvětvové faktory. Zajímavým faktem, ke kterému studie dospěla, je to, že na tvorbě ceny akcie se téměř ze dvou třetin podílí jiné než podnikové faktory. I další prováděné studie dospěly k závěrům, že význam makroekonomických faktorů je značný, avšak uváděný podíl je nižší.(4)

2.6.1 Globální analýza

Globální analýzu, často také nazývanou makroekonomickou analýzou, lze považovat za stěžejní část fundamentální analýzy. Toto tvrzení podporuje již výše zmíněná studie. Globální analýza si klade za cíl zhodnotit a prozkoumat vliv ekonomiky (případně zahraničních ekonomik) na tvorbu kurzu akcie.

Z globálního pohledu je vývoj a tvorba akciových kurzů ovlivněna mnoha faktory. Za nejvýznamnější lze označit:(7)

- reálný výstup ekonomiky,
- fiskální politika,
- peněžní nabídka,
- úrokové sazby,
- inflace,
- příliv a odliv zahraničního kapitálu,
- kvalita investičního prostředí.

¹ KING, B. Market and Industry Factors in Stock Price Behavior, Journal of Business, 1966.

2.6.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Je zcela přirozené, že ekonomika státu (popřípadě nadnárodního ekonomického společenství) a ekonomika světová, vždy silně ovlivňuje vývoj akciových trhů. Akciové trhy reagují na hospodářský vývoj – růst akciových trhů lze sledovat při hospodářském růstu a naopak pokles při hospodářském poklesu. Z dlouhodobého hlediska však můžeme vypořizovat, že kolísání akciových trhů kopíruje a sleduje trend ekonomiky.

Střednědobý pohled na vazbu mezi akciovými trhy a ekonomickou úrovní však tak pevně sepětí jako u dlouhodobého horizontu nenabízí. Skutečnost, že poptávka a nabídka na akciovém trhu závisí značnou měrou na očekávaných (nikoliv skutečných) výsledcích, je možno interpretovat tak, že vývoj na akciových trzích o několik měsíců předbíhá vývoj ekonomiky. Vývoj akciových trhů lze označit jako indikátor dalšího ekonomického vývoje.(7)

2.6.1.2 Fiskální politika

Fiskální politikou je možno chápat spravování a řízení příjmů, výdajů a dluhu vlády daného státu. Z hlediska akciových trhů mají na jejich vývoj značný vliv především daně z příjmů. Zvyšování těchto daní pochopitelně snižuje zisky firem, což se musí promítnout do výše vyplácených dividend a do možnosti dalšího rozvoje akciových společností. To se samozřejmě negativně projeví ve formě snižování tržní ceny akcií.

Výše zmíněný případ zvyšování daňových sazeb však může být doprovázen dalším jevem. V případě, že daňové sazby dosáhnou vysoké míry, dochází k efektu zvanému **transfer pricing**. Tento efekt spočívá v tom, že nadnárodní holdingy provádějí skryté kapitálové toky mezi společnostmi, které holding ovládá. Tyto toky jsou uskutečňovány vzájemným prodejem zboží a služeb mezi těmito společnostmi. Cílem je dosáhnout co největšího zisku v rámci holdingu. Záměrně jsou poškozovány společnosti, které se nacházejí v zemích s vysokou daňovou zátěží. To se samozřejmě projeví v tržní ceně jejich akcií. Naopak společnosti nacházející se v zemích s nízkými daňovými sazbami vykazují vysoký zisk, to se kladně projevuje na ceně jejich akcií.(7)

Výdajová politika vlády dané země se na vývoji akciových trhů podílí rovněž značnou měrou. Pokud například uskutečňuje státní nákupy produktů akciových společností, pak se tento fakt pozitivně promítne do vývoje cen jejich akcií. Naopak zvyšující deficit státního rozpočtu může přinést negativní odezvu na akciových trzích z toho důvodu, že deficit musí být financován emisí státních dluhopisů, což postupně povede ke zvyšování úrokových sazeb.(7)

2.6.1.3 Peněžní nabídka

Jedním z nejvýznamnějších faktorů, které ovlivňují vývoj dění na akciových trzích je peněžní nabídka. V následujícím textu bude rozebrán její vliv na tvorbu tržních cen akcií.

Centrální banka může pomocí monetární politiky zvýšit peněžní nabídku při zachování současné poptávky po penězích. Toho využijí investoři, kteří tyto dodatečné peněžní prostředky investují částečně i na akciových trzích. Jelikož v krátkém období považujeme nabídku akcií za téměř fixní, dojde k vzestupu kurzů akcií. Mluvíme zde o **efektu likvidity**.

Může také dojít k situaci, že růst peněžní nabídky přiměje investory nakupovat dluhopisy. Posléze dojde ke zvýšení jejich kurzů, avšak ke snížení jejich výnosových měr. Investoři budou tedy vyhledávat alternativní možnosti investování a sáhnou po akciích. Dojde ke zvýšení poptávky po akciích a tedy i k růstu jejich cen.

Vycházíme-li z předpokladu, že zvýšení peněžní nabídky způsobí pokles úrokových sazeb, zvýší se investiční činnost firem, což se pozitivně projeví na úrovni jejich očekávaných zisků a tedy i na růstu cen jejich akcií.(8)

2.6.1.4 Úrokové sazby

Jedná se o další velmi významný kurzotvorný faktor, u něhož v zásadě platí fakt, že v případě nárůstu úrokových sazeb je možno očekávat pokles akciových kurzů a naopak.

Tuto skutečnost lze vysvětlit následovně:(8)

- vnitřní hodnoty akcií se odvíjí od současných hodnot budoucích peněžních příjmů z nich plynoucích. Fakt, že úroková míra je jeden z nejdůležitějších prvků při převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu, vede její zvýšení ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionářů. To se projeví v poklesu vnitřních hodnot akcií a také akciových kurzů.
- zvyšování úrokových sazeb dluhových instrumentů se projevuje ve zvyšování zájmu o tyto instrumenty. To vede k odlivu peněžních prostředků z akciových do dluhopisových trhů. Ty totiž dosahují vyšší výnosnosti. Akciové kurzy tedy budou zaznamenávat pokles, a to až do doby, kdy se akciové a dluhopisové trhy dostanou do vzájemné rovnováhy.
- zvýšení úrokových sazeb navýší náklady na externí financování společností, což se odrazí v očekávání nižších zisků a následně tedy i v poklesu kurzů jejich akcií.

2.6.1.5 Inlace

Mnoho investorů považuje nákup akcií v době očekávání zvýšení inflace za dobrou investici. Tito investoři přitom vychází z domněnky růstu nominálního zisku a také tedy vyšších dividend, jakož i růstu akciových trhů. V současné době je již však prokázáno, že v inflačním prostředí nejsou schopny držet akcie svou reálnou hodnotu i přes to, že představují vlastnický nárok k reálným aktivům společnosti. Tuto skutečnost je možno potvrdit na základě tzv. **hypotézy daňového efektu**.

Výše uvedená hypotéza je zaměřena na oblast odepisování investičního majetku a ohodnocování zásob společnosti v prostředí inflace. Legislativní normy obsahující metodiky ve většině států udávají, že odepisování probíhá z pořizovacích cen. Pak ale reálná hodnota odpisů klesá a tím se zvyšuje daňová zátěž společností. Tento fakt se dále odrazí ve výši reálného zisku po zdanění, v poklesu reálných dividend a postupně i v poklesu tržních cen akcií.(8)

Je zároveň nutno podotknout, že inflační jev jako takový zvyšuje nejistotu v ekonomice. Pro individuální investory tedy inflace představuje riziko a jejich poptávka po akciích se snižuje. To zapříčiňuje pokles tržních cen akcií.

2.6.1.6 Příliv a odliv zahraničního kapitálu

Pohyb zahraničního kapitálu má značný dopad na vývoj akciových kurzů. Dochází-li k přílivu zahraničního kapitálu, pak se tato skutečnost odrazí ve vzestupu akciových kurzů dané země. Naproti tomu opačná situace, tedy odliv kapitálu, zapříčiňuje poklesy akciových kurzů v zemi, kterou kapitál opouští. Dalším nezpochybnitelným faktem je, že akcie mnohých významných společností jsou obchodovány na více burzách, a pokud dojde k poklesu kurzů na jedné burze, pak se tento trend přenáší i do obchodování na ostatních burzách.(7)

2.6.1.7 Kvalita investičního prostředí

Pod pojmem „kvalita investičního prostředí“ si lze představit faktory, které podporují nebo naopak odrazují potenciální investory v zamýšlených investicích. Těchto faktorů je možno zmínit celou řadu, mezi ty nevýznamnější však patří:(7)

- **schodky a nerovnováha** – schodek či přebytek státního rozpočtu, obchodní nebo platební bilance napovídá investorovi, zdali se ekonomika daného státu nachází v rovnováze. V případě, že se deficity státního rozpočtu postupně zvyšují, je patrné, že ekonomika se oddaluje od rovnovážného stavu a bude muset tu situaci brzy řešit.
- **cenové regulace a černý trh** – v případě existence cenové regulace dochází postupně ke vzniku dvojích cen. Jedná se o ceny oficiální a ceny na černém trhu. To samo o sobě vypovídá o určitých ekonomických problémech.
- **ekonomické a politické šoky** – tyto šoky negativně, přesto spíše krátkodobě, ovlivňují dění na finančních trzích. Ekonomickými šoky se nejčastěji rozumí ropné šoky, hyperinflace, výrazné změny devizových kurzů důležitých měn aj.

- **korupce, hospodářská kriminalita a právní systém** – korupce a hospodářská kriminalita má negativní vliv na hospodářský růst. Investory také zajímá nastavení legislativy daného státu v oblasti ochrany soukromého majetku.

2.6.2 Odvětvová analýza

Druhou částí fundamentální analýzy je analýza odvětví, v němž se akciová společnost nachází. Investor musí brát v potaz, že ne každé odvětví je na vývoj ekonomiky stejně citlivé. Investor také musí brát na zřetel, že u jednotlivých odvětví existují různé perspektivy vývoje, a že jednotlivá odvětví jsou různě regulována.

2.6.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Pro potřeby odvětvové analýzy lze jednotlivá odvětví členit dle jejich citlivosti na hospodářský cyklus. Členění pak vypadá následovně:(4)

- **cyklická odvětví** – v období expanze vykazují vysoké kurzové vzestupy. Naopak v době recese přicházejí společnosti z cyklického odvětví rychle o svůj odbyt, což se negativně projeví na jejich zisku a tržních cenách jejich akcií. Mezi cyklická odvětví řadíme stavební průmysl, průmysl dlouhodobých spotřebních statků nebo třeba automobilový průmysl.
- **neutrální odvětví** – tato odvětví jsou hospodářským cyklem ovlivněna jen minimálně. Jde především o odvětví nezbytných statků (potravinářský a farmaceutický průmysl) a o odvětví, která vyrábějí statky s nízkou cenovou elasticitou (noviny, alkohol, cigarety).
- **anticyklická odvětví** – tato odvětví vykazují velmi dobré výsledky v době hospodářské recese.

2.6.2.2 Regulace odvětví

Mnoho odvětví je i ve vyspělých státech pod vlivem státní regulace. To se může projevovat několika způsoby. V první řadě může stát podmiňovat vstup do odvětví splněním licenčních podmínek. To pozitivně ovlivňuje společnosti, které již v daném

odvětví působí. Tyto společnosti jsou uchráněny před potencionální konkurencí a mohou dosahovat vyšších zisků, což se pozitivně odrazí na tržních cenách jejich akcií. Další formou státní regulace může být stanovování maximálních cen některých výrobků nebo služeb. Často je tomu tak u elektřiny nebo plynu. Společnosti tímto nařízením přicházejí o část možného zisku. Nicméně pozitivním odrazem této formy regulace je nižší kolísavost zisku těchto společností a tedy i jejich akcie jsou považovány za méně rizikové. Zvláště v posledních letech jsou nařízenými státu ovlivněna ta odvětví, na která jsou uvalena opatření na ochranu životního prostředí. To pochopitelně vyvolává vyšší náklady pro tyto společnosti a nižší zisk.(4)

2.6.2.3 Životní cyklus odvětví

Investor by během analýzy odvětvových faktorů neměl zapomenout ani na skutečnost, že každé odvětví má svůj životní cyklus. Životní cyklus odvětví se dělí do tří etap:(4)

1. **Pionýrská etapa** - velmi vysoká poptávka po výstupech odvětví. Společnosti tedy dosahují značných zisků, nicméně s vidinou vysokých zisků vstupují do odvětví noví konkurenti. V odvětví se mění relativní postavení jednotlivých společností, kolísají zisky, a to vše se odráží ve volatilitě akciových kurzů.
2. **Etapa rozvoje** – do této etapy se proboují pouze společnosti, které přežily pionýrskou etapu. Odvětví se v této fázi pomalu stabilizuje, akcie podniků již nevykazují tak velkou volatilitu, protože i fluktuace zisků jednotlivých společností pomalu klesá.
3. **Etapa stabilizace** – dominantní postavení získávají zavedené společnosti. Zisky společnosti jsou stabilní, ceny jejich akcií se vyznačují nízkou mírou volatility. Odvětví však postupně ztrácí schopnost dalšího růstu, na což akciové kurzy reagují poklesem. Odvětví stagnuje pouze dočasně, a to do té doby, než je započata nová pionýrská etapa.

2.6.3 Podniková analýza

Třetí částí fundamentální je analýza sledované společnosti. Tato část si klade za úkol rozebrat a analyzovat faktory, které se na stanovení vnitřní hodnoty akcie podílejí. Pomocí finanční analýzy může investor odhadnout finanční zdraví a stabilitu společnosti a do jisté míry odhadnout i její budoucí vývoj. Hlavním výstupem podnikové analýzy je však stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí několika různých modelů.

2.6.3.1 Finanční analýza

V této části podnikové analýzy budou nastíněny některé důležité ukazatele finanční analýzy, které mohou investorovi zjišťujícímu vnitřní hodnotu akcie banky pomoci při jejím stanovování

Ukazatelé rentability

Jedná se o jedny z klíčových měřítek úspěšnosti podnikatelské činnosti banky. Ukazatele rentability znázorňují vztah mezi výsledky hospodaření banky a vloženými zdroji.

Rentabilita průměrného vlastního kapitálu (ROAE) nastiňuje, jak efektivně je zhodnocen kapitál vlastníků, který do banky vložili.

$$ROAE = \frac{EAT}{VK_{PR}} \cdot 100 \quad (1.1)$$

EAT = zisk po zdanění; VK_{PR} = průměrný stav vlastního kapitálu.

Rentabilita průměrných aktiv (ROAA) vyjadřuje, jak efektivně využívá banka svá aktiva. Jinými slovy řečeno – kolik peněžních jednotek zisku přísluší na jednu jednotku aktiv.

$$ROAA = \frac{EAT}{A_{PR}} \cdot 100 \quad (1.2)$$

EAT = zisk po zdanění; A_{PR} = průměrný stav aktiv.

Ukazatele likvidity

Tyto ukazatele vyjadřují schopnost banky dostát svým závazkům v době jejich splatnosti. Pravidla řízení likvidity bank stanovuje Česká národní banka. Banka musí část svých aktiv udržovat v likvidní podobě. Těmito aktivy se rozumí především pokladní hotovost, běžné účtu u jiných bank, státní pokladniční poukázky, krátkodobé dluhopisy aj. Pokud dojde k situaci, že likvidita banky bude nízká, pak ji banka musí neprodleně zlepšit, a to například prodejem likvidních aktiv nebo získáním úvěru.

Okamžitá likvidita udává vazbu mezi vysoce likvidními aktivy banky a okamžitě splatnými závazky banky. Do těchto závazků se zahrnují: pokladní hotovost, vklady u centrální banky (tedy povinné minimální a dobrovolné rezervy), netermínované vklady u jiných bank. Okamžitě splatné závazky lze charakterizovat jako netermínované vklady od klientů a okamžitě splatné závazky od jiných bank.

$$L_o = \frac{VLA}{OSZ} \quad (1.3)$$

VLA = vysoce likvidní aktiva; OSZ = okamžitě splatné závazky.

Běžná likvidita udává rovnováhu mezi likvidními aktivy a krátkodobými závazky. Likvidní aktiva jsou stejná jako u okamžité likvidity a navíc jsou doplněná o státní pokladniční poukázky a likvidní dluhopisy. Za krátkodobé závazky jsou považovány všechny závazky splatné do jednoho roku.

$$L_B = \frac{LA}{KZ} \quad (1.4)$$

LA = likvidní aktiva; KZ = krátkodobé závazky.

Dlouhodobá likvidita je vyjádřena poměrem dlouhodobých úvěrů a dlouhodobých závazků.

$$L_D = \frac{DÚ}{DZ} \quad (1.5)$$

DÚ = dlouhodobé úvěry; DZ = dlouhodobé závazky.

Kapitálová přiměřenost

Banka musí mít dostatečné množství kapitálových zdrojů, kterými kryje rizika, jež plynou z jejích obchodních a podpůrných činností. Kapitálové zdroje se dělí na původní kapitál, ten je spotřebován ztrátami z rizika, avšak při zachování činnosti banky, a na dodatkový kapitál. Ten ve formě podřízeného dluhu absorbuje další ztráty a napomáhá tak k uspokojení věřitelů při likvidaci banky. Kapitálovou přiměřeností se rozumí poměr mezi těmito kapitálovými zdroji a velikostí rizik. Tento poměr je sledován a limitován regulátorem (v současné době je to hodnota 8 %).(17)

$$KP = \frac{Tier1 + Tier2 - O + Tier3_{využitý}}{A + B + C} \cdot 8\% \quad (1.6)$$

Tier 1 ve výše uvedeném vzorci 1.6 udává splacený základní kapitál ponížený o goodwill, o hodnotu vlastních akcií, o ztrátu z běžného období a jiný nehmotný majetek a naopak navýšený o rezervní fondy a nerozdělený zisk, dále pak o zisk z běžného období a o emisní ážio. Tier 2 ve vzorci značí tzv. dodatkový kapitál. Tier 3 je kapitál na krytí tržního rizika. Označení A ve vzorci pojmenovává kapitálový požadavek k úvěrovému riziku, označení B udává kapitálový požadavek k tržnímu riziku a označení C je kapitálový požadavek k operačnímu riziku. Hodnota kapitálové přiměřenosti by se neměla pohybovat pod hranicí 8 %.

2.6.3.2 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Stanovení vnitřní hodnoty akcie je stěžejním úkolem fundamentální analýzy. Jak již bylo v práci uvedeno, pomocí určení vnitřní hodnoty akcie a jejího porovnání s tržní cenou lze odvodit, zdali je akcie podhodnocena, nebo nadhodnocena. Na základě tohoto zjištění lze navrhnout investiční doporučení.

Vnitřní hodnotu je možno stanovit různými metodikami. Mezi nejznámější patří tyto modely stanovování vnitřní hodnoty akcie:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely,
- bilanční modely,
- historické modely,
- model nadměrného výnosu.

Dividendové diskontní modely

Jedná se o jednu z nejvíce používaných metod určení vnitřní hodnoty akcie. Podstatou dividendových diskontních modelů je, že vnitřní hodnota akcie je považována za současnou hodnotu budoucích příjmů majitele akcie.

Investor se může rozhodnout nakoupit akcii, kterou hodlá držet pouze jeden rok. Vnitřní hodnota akcie je poté vyjádřena současnou hodnotou očekávaných dividend, jež akcionář získá na konci roku, společně se současnou hodnotou očekávané prodejní ceny.(4)

$$VH = \frac{D_1 + P_1}{(1 + K_e)} \quad (2.1)$$

VH = vnitřní hodnota akcie; D_1 = očekávaná dividenda na konci prvního roku; P_1 = očekávaná prodejní cena na konci prvního roku; K_e = požadovaná výnosová míra.

Stanovení hodnoty požadované výnosové míry (K_e) je čistě v kompetenci investora. Investor volí tuto hodnotu dle svého subjektivního názoru. I tato skutečnost potvrzuje fakt, že fundamentální analýza je do značné míry individuální záležitostí.

Prodejní cenu akcie na konci prvního roku lze určit jako současnou hodnotu budoucích příjmů plynoucích z akcie, ovšem až ve druhém roce její držby.

$$P_1 = \frac{D_2 + P_2}{(1 + K_e)} \quad (2.2)$$

P_1 = očekávaná prodejní cena na konci prvního roku; D_2 = očekávaná dividenda na konci druhého roku; P_2 = očekávaná prodejní cena na konci druhého roku; K_e = požadovaná výnosová míra.

Dosažením rovnice 2.2 do rovnice 2.1 získáme rovnici (2.3), kterou můžeme interpretovat jako současnou hodnotu očekávaných dividend vyplacených během dvou let a současně hodnoty očekávané prodejní ceny na konci druhého roku.(4)

$$VH = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2 + P_2}{(1 + K_e)^2} \quad (2.3)$$

Na akcii lze nahlížet jako na nesplacitelný cenný papír. Proto můžeme prodej akcie odsouvat do dalších a dalších let, prakticky do nekonečna.

$$VH = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \frac{D_3}{(1 + K_e)^3} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1 + K_e)^n} \quad (2.4)$$

Vnitřní hodnota akcie je součtem hodnoty dividend do n-tého období a současné hodnoty očekávané prodejní ceny v n-tém období. Čím více se n-té období blíží nekonečnu, tím menší je očekávaná prodejní cena akcie. Proto ji můžeme úplně vypustit. Vypuštěním hodnoty P_n ze vzorce 2.4 získáme **dividendový diskontní model**.(4)

Investoři provádějící fundamentální analýzu se více než predikování výše dividend věnují stanovování očekávaného růstu dividend (g).

$$VH = \frac{D_1}{K_e - g} \quad (2.5)$$

Vzorec 2.5 je používán v případě, že je očekávána konstantní míra růstu dividend. Tuto verzi vytvořil Myron J. Gordon. Proto bývá označována jako **Gordonův model**. Pro využití tohoto modelu musí být splněny určité podmínky. První z nich je již zmíněná konstantní míra růstu dividend a druhou je to, že požadovaná výnosová míra (K_e) musí převyšovat očekávanou míru růstu dividend.(4)

Již několikrát zmiňovaná požadovaná výnosová míra (K_e) je velmi důležitá při převádění budoucích dividend na současnou hodnotu. Hodnotu požadované výnosové míry můžeme získat například pomocí **modelu CAPM**.(4)

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2.6)$$

R_f = bezriziková výnosová míra ze státních dluhopisů; β = beta faktor měřící volatilitu výnosové míry akcie k akciovému trhu jako celku; R_m = výnosová míra z tržního akciového portfolia.

Stanovení očekávaného růstu dividend (g) je možno provést pomocí tzv. **udržovacího růstového modelu**.

$$g = ROE \cdot B \quad (2.7)$$

Ukazatelem ROE rozumíme podíl čistého zisku na jednu na akcii vůči vlastnímu kapitálu na jednu akcii. Ukazatel B je podíl čistého zisku na jednu akcii, který je ponížen o dividendu na jednu akcii, a čistého zisku na jednu akcii.

Předpoklad očekávání konstantní míry růstu dividend však nemusí být vždy akceptovatelný. Společnosti se nacházejí v různých životních cyklech. Bývá pravidlem, že růstová míra bývá vyšší v prvních fázích životního cyklu společnosti a postupem času klesá. Z toho důvodu byl vytvořen **dvoustupňový diskontní model**.(4)

$$VH = \frac{D_0(1+G)}{(1+K_e)} + \frac{D_0(1+G)^2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+G)^n}{(1+K_e)^n} + \frac{D_0(1+G)^n(1+g)}{(1+K_e)^{n+1}} + \dots \quad (2.8)$$

D_0 = očekávaná dividend v běžném roce; G = počáteční míra růstu dividend;
 g = průměrná míra růstu dividend; K_e = požadovaná výnosová míra.

Ziskové modely

Dalším možností používanou pro stanovení vnitřní hodnoty akcie je využití metody ziskových modelů. Ziskové modely vycházejí z ukazatele P/E (tedy kurz/zisk). Tato informace je pro investory velmi důležitá a další postup nezbytná.

$$P_0 / E_0 = \frac{P_0}{E_0} \quad (2.9)$$

P_0/E_0 = hodnota ukazatele; P_0 = aktuální tržní cena akcie; E_0 = poslední zveřejněný roční zisk připadající na jednu akcii.

Na hodnotu ukazatele P/E působí mnoho faktorů, které ji ovlivňují. Jedním z těchto faktorů jsou růstové příležitosti firmy. Pokud jsou vysoké růstové příležitosti společnosti, je i hodnota P/E vysoká. Opačný případ je možno zaznamenat u dalšího působícího faktoru – výnosové míry. Růst výnosové míry zapříčiňuje pokles hodnoty P/E. Podobný trend lze zaznamenat i u inflace. Nízké hodnoty ukazatele P/E bývají často spojeny s vysokou mírou inflace. Jako jeden z faktorů bývá rovněž uváděno hodnocení kvality managementu dané společnosti. Pokud je management společnosti trhem ohodnocen pozitivně, stoupá i hodnota P/E společnosti. Jedním z úskalí ukazatele P/E dané společnosti může být hodnota vykázaného zisku společnosti. Tento zisk může

být ovlivněn a zkreslen např. jednorázovými účetními nebo obchodními operacemi. Analytik by se proto měl pokusit tyto skutečnosti odhalit.(4)

Stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti pomocí ziskového modelu je prováděno na základě následujícího vzorce.

$$VH = E_1 \cdot P / E_N \quad (2.10)$$

E_1 = očekávaný zisk na jednu akcii v příštím roce; P/E_N = normální úroveň P/E.

Stanovení **normální úrovně P/E** ze vzorce 2.10 vychází z úpravy Gordonova modelu (2.5). Pokud tento model vydělíme očekávaným ziskem E_1 , pak dostaneme **normální P/E_N**.(4)

$$P / E_1 = \frac{D_1 / E_1}{K_e - g} \quad (2.11)$$

P/E_1 = normální P/E_N; D_1/E_1 = očekávaná výše dividendového výplatního výměru; K_e = požadovaná výnosová míra; g = očekávaná míra růstu dividend.

Bilanční modely

Bilanční modely pracují s informacemi získanými z rozvahy. Pomocí různých metod a způsobů oceňují jednotlivé složky aktiv a pasiv společnosti. Cílem těchto modelů je jednak podnik ocenit a jednak určit vnitřní hodnotu jeho aktiv.

Existuje několik bilančních metod, pomocí kterých se určuje vnitřní hodnota akcie. Rozdělují podle toho, z jakých veličin vycházejí. Těmito veličinami jsou především:(7)

- nominální hodnota akcie,
- účetní hodnota akcie,

- substanční hodnota akcie,
- likvidační hodnota akcie,
- reprodukční hodnota akcie,
- substituční hodnota akcie.

Nominální hodnota akcie nedisponuje pro určení vnitřní hodnoty akcie prakticky žádným ekonomickým významem. Lze ale pomocí ní ale odvodit podíly jednotlivých vlastníků na základním kapitálu společnosti. Z těchto podílů se posléze odvozují i práva s vlastnictvím těchto podílů.(8)

Účetní hodnota znázorňuje rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Pokud je tento rozdíl vydělen počtem vydaných akcií, pak je výsledkem hodnota majetku na akciové společnosti připadajícího na jednu akcii. Tento výsledek lze chápat jako vnitřní hodnotu akcie. Výše popsaná metoda je pro svou jednoduchost často využívána. Je však nutno brát v potaz, že vypočtená účetní hodnota na akcii informuje pouze o účetní hodnotě majetku společnosti, který připadá na jednu akcii. Metoda nebere na vědomí např. budoucí výnosové perspektivy společnosti, jež často zajímají dlouhodobé investory. I z tohoto důvodu by měla být tato metoda brána jako doplňková.(7)

Substanční hodnota akcie vychází z účetní hodnoty majetku připadajícího na akcii. Tento majetek se však musí přecenit aktuálními tržními cenami. Do výpočtu se zahrnují pouze ta aktiva, která v budoucnu přinesou výnosy. Dále se připočítává tržní cena nehmotného majetku, za který se považuje např. úroveň podnikové kultury, kvalita managementu, licence, patenty apod. I tato metoda je považována za metodu doplňkovou.(7)

Likvidační hodnotu společnosti lze charakterizovat jako množství peněžních prostředků, jež by mohla společnost rozdělit mezi akcionáře při ukončení svého podnikání. Tato hodnota je určena rozdílem mezi aktivy společnosti přepočítanými dle aktuálních tržních cen a stejným způsobem přeceněnými závazky a likvidačními náklady. Rozdíl se dále podělí počtem emitovaných akcií. Vypočtená likvidační

hodnota by měla tvořit dolní hranici tržní ceny akcie společnosti. V případě, že by tržní cena byla nižší, stala by se firma atraktivní pro převzetí. Nový majoritní vlastník by mohl rozhodnout o likvidaci a dosáhnout tak zisku. Metoda je značně technicky náročná, a proto není příliš využívána.(8)

Reprodukční hodnota udává rozdíl mezi reprodukční hodnotou aktiv společnosti a reprodukční hodnotu jejich závazků vzhledem k celkovému počtu aktiv. Oproti modelu s likvidační hodnotou nepracuje tento model s náklady, které jsou spojeny s likvidací firmy. Reprodukční hodnota akcie tedy bývá vyšší.(7)

Substituční hodnota vyjadřuje vnitřní hodnotu akcie, která se určí pomocí srovnání vybraných charakteristik (často P/E) společnosti s tzv. substitučními podniky. Těmito podniky se myslí podniky, které se svým zaměřením podobají sledované společnosti.(8)

Historické modely

Historické modely využívají průměrné historické tržní ceny akcie a poměrují je s dalšími historickými veličinami. Tyto veličiny jsou průměrné tržby, dividendy, účetní hodnota a cash flow. Historické modely využívají těchto veličin především z hlediska jejich nižší kolísavosti oproti zisku.

Pomocí historických modelů může analytik stanovit, zda tržní cena akcie je nižší nebo vyšší než její průměrná historická hodnota. Mimořádné výkyvy cen akcií, které jsou zapříčiněny např. finanční krizí, snižují vypovídací schopnost těchto modelů, protože se hodnoty jednotlivých veličin odchyľují od průměrných historických hodnot.(6)

Model, který poměruje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii, se nazývá **P/S model**.

$$VH = \left(\frac{P}{S} \right) \cdot S_1 \quad (2.12)$$

VH = vnitřní hodnota; P = průměrný historický kurz akcie, S = průměrná historická výše tržeb na jednu akcii; S_1 = očekávaná výše tržeb pro příští rok na jednu akcii.

Model P/D je odvozen od porovnání průměrného historického kurzu akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii.

$$VH = \left(\frac{P}{D} \right) \cdot D_1 \quad (2.13)$$

D = průměrná historická výše dividend na jednu akcii; D_1 = očekávaná výše dividend na jednu akcii v příštím roce.

Model P/BW je vytvořen na základě porovnání průměrného historického ceny akcie s průměrnou historickou účetní cenou akcie.

$$VH = \left(\frac{P}{BW} \right) \cdot BW_1 \quad (2.14)$$

BW = průměrná historická výše účetní hodnoty akcie; BW_1 = očekávaná výše účetní hodnoty akcie v příštím období.

Model P/CF se charakterizuje srovnáním průměrné historické ceny akcie s průměrnou historickou úrovní cash flow na jednu akcii.

$$VH = \left(\frac{P}{CF} \right) \cdot CF_1 \quad (2.15)$$

CF = průměrná historická úroveň cash flow na jednu akcii; CF_1 = očekávaná výše cash flow v následujícím období.

Model nadměrného výnosu

Tento model byl vytvořen profesorem Aswathem Damodaranem. Poprvé byl publikován v jeho publikaci nazvané Damodaran on Valuation.

Pro použití modelu je potřeba znát míru aktuálně investovaného kapitálu a očekávaný budoucí nadměrný výnos. Ten je vyjadřován rentabilitou vlastního kapitálu (ROE).(1)

$$VH = \frac{VK}{PA} + (ROE - K_e) \cdot \frac{VK}{PA} \quad (2.16)$$

VH = vnitřní hodnota akcie; VK = vlastní kapitál; PA = počet akcií; K_e = požadovaná výnosová míra.

3 Analýza problému a současné situace

Následující kapitola je věnována analýze globální makroekonomické situace a odvětvové analýze bankovního sektoru v České republice.

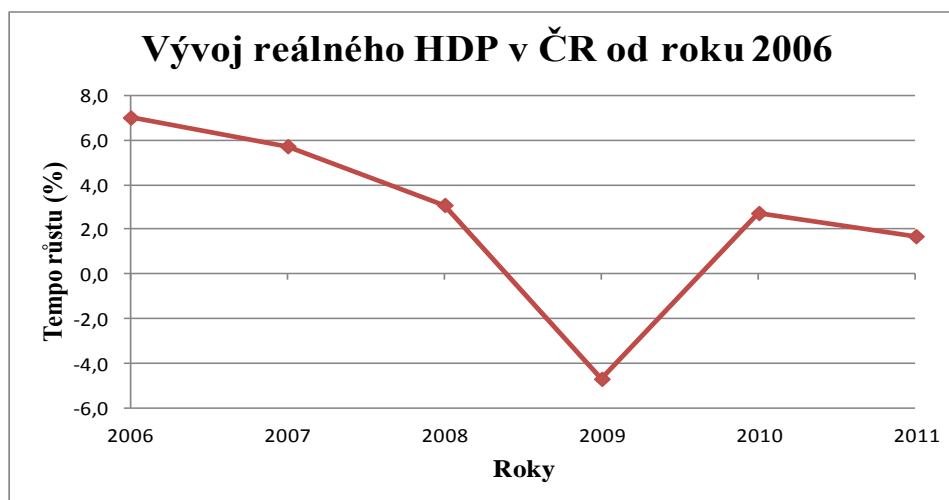
3.1 Globální analýza České republiky

Globální analýza (často bývá také používán výraz makroekonomická) zkoumá vliv ekonomiky na tvorbu kurzu akcie. V následujícím textu budou podrobně zanalyzovány nejdůležitější faktory, které se na tvorbě kurzu akcie podílejí.

Tato globální analýza vychází z veřejně dostupných údajů Českého statistického úřadu, České národní banky, Eurostatu, Ministerstva financí a Ministerstva práce a sociálních věcí.

3.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciových trhů v dlouhodobém časovém horizontu kopíruje vývoj ekonomiky. Pokud se ekonomice daří a zaznamenává růst, bude moci podobný trend vypožorovat i na akciových trzích. V opačném případě tomu bude naopak. Pro sledování výkonnosti ekonomiky je používán ukazatel **hrubého domácího produktu**. Právě vývoj tohoto ukazatele v České republice je znázorněn v následujícím grafu 2.



Graf 2: Vývoj reálného HDP v ČR od roku 2006. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů Eurostatu

Graf vývoje reálného HDP v České republice zachycuje vývoj české ekonomiky od roku 2006. Obsahuje tedy situaci, která panovala v České republice před nástupem hospodářské recese. V roce 2006 dosáhl ukazatel HDP nejlepšího výsledku v historii. Tehdy meziročně vzrostl o 7,0 %. Na tomto výborném výsledku se dle ČSÚ ze značné míry podílela výkonnost průmyslu. Index průmyslové produkce tehdy meziročně vzrostl téměř o 10 %. Průmyslová produkce se meziročně zvýšila především ve strojírenství – nejvíce pak ve výrobě automobilů (zaznamenán meziroční růst více než 20 %). Dařilo se také stavební výrobě. Ta meziročně vykazala růst necelých 7 %.

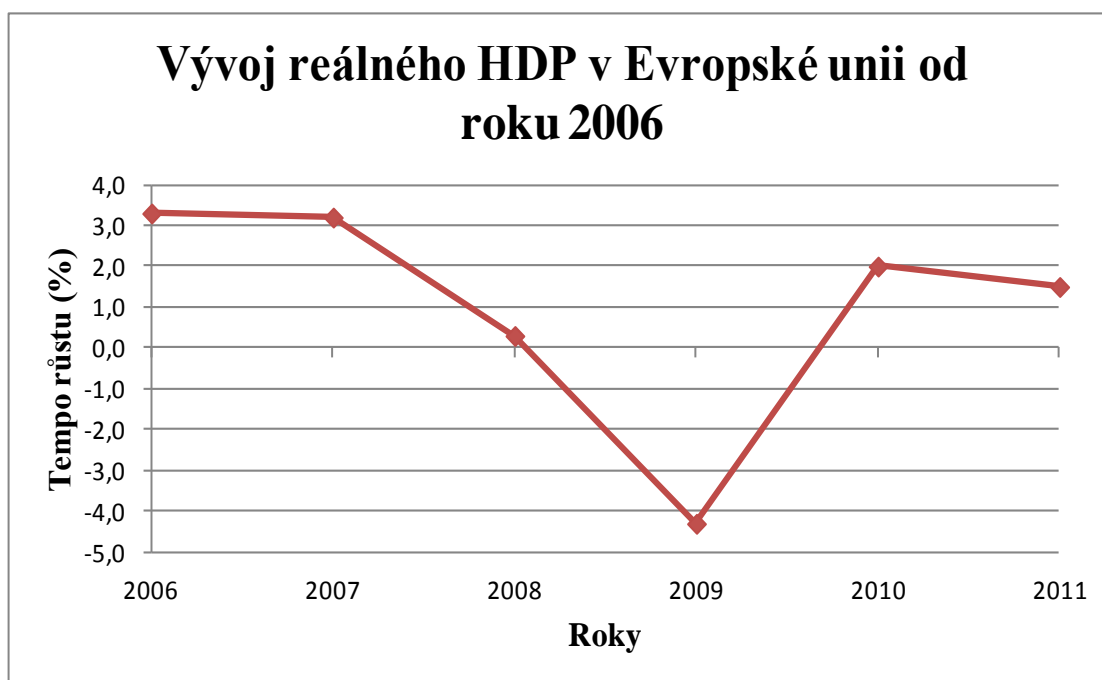
I roky 2007 a 2008 se nesly ve znamení ekonomického růstu. V roce 2007 dosáhlo tempo růstu HDP 5,7 % a v roce 2008 to bylo 3,1 %. Podobně jako v roce 2006 se na těchto výsledcích z velké míry podílela výkonnost průmyslu. Především pak v roce 2007. V roce 2008 již výkonnost průmyslu vykazala meziroční nárůst jen 0,4 %. Tento výsledek byl zapříčiněn výrazným poklesem (přes 13 %) produkce ve čtvrtém kvartálu tohoto roku. Právě v tomto čtvrtletí do české ekonomiky začala pronikat hospodářská krize. Důkazem může být i fakt, že právě v tomto čtvrtletí poklesly nové zakázky v hlavních odvětvích ekonomiky o téměř 25 % (zahraniční zakázky pak o necelých 28 %).(26)

Rok 2009 se nesl ve znamení ekonomické recese. Ukazatel HDP vykázal meziročně pokles o 4,7 %. Za takto značným poklesem stálo snížení výkonnosti průmyslu, a to především zpracovatelského. V průmyslu zároveň nejvýrazněji poklesla zaměstnanost. Klesaly zároveň tržby v obchodu a službách. Nejvíce v oblasti skladování a dopravy. V roce 2009 zároveň klesl meziročně vývoz o 14,1 % a dovoz o 18,1 %.(27)

Po propadu ekonomiky v roce 2009 je v letech 2010 a 2011 opět zaznamenán růst ekonomiky. V roce 2010 došlo k zotavení zpracovatelského průmyslu. Růst zpracovatelského průmyslu po celý rok zrychloval. Tento trend byl podporován růstem nových zakázek, a to do značné míry i zahraničních. Dobrými výsledky se pyšnily také odvětví jako pohostinství, ubytování nebo obchod. Pokles byl zaznamenán například ve stavebnictví. Podobný trend pozorujeme i v roce 2011.(25)

Vývoj české ekonomiky v následujících letech predikuje Česká národní banka. Pro rok 2012 počítá s nulovým růstem – očekává tedy, že ekonomika bude stagnovat. Rok 2013 však vidí pozitivně a odhaduje pro tento rok růst HDP ve výši 1,9 % (predikce zveřejněna 3. května. 2012).(10) Svou predikci zveřejňuje i Ministerstvo financí. To pro letošní rok počítá s mírným růstem ekonomiky ve výši 0,2 %. Pro následující rok pak předpovídá růst HDP o 1,3 % (predikce zveřejněna v dubnu 2012).(18)

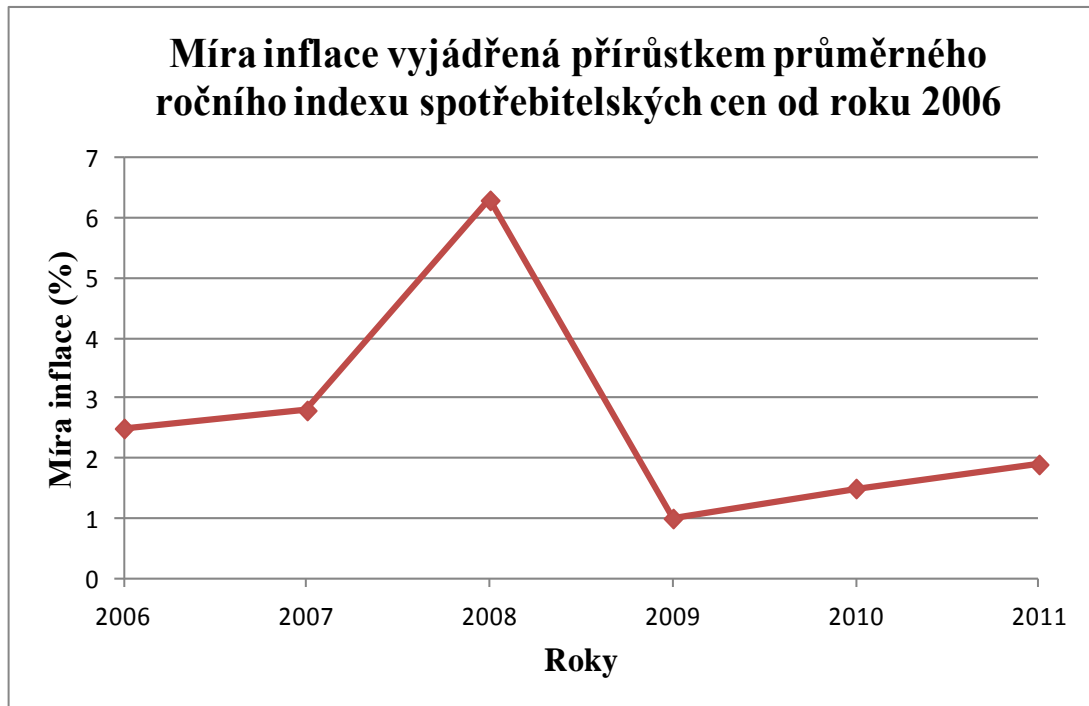
Ekonomika dvaceti sedmi států, které tvoří Evropskou unii, zaznamenala podobně jako ekonomika česká propad v roce 2009. Údaje získané ze serveru Eurostatu říkají, že pokles ekonomiky EU tehdy činil 4,3 % - byl tedy o 0,4 % nižší, než v případě české ekonomiky. V dalších dvou letech ekonomika EU rostla, nejprve o 2,0 %, poté o 1,5 %. Evropská komise již připravila predikci (predikce zveřejněna 23. 2. 2012). Ta počítá se stagnací v současném roce a s růstem 1,5 % v roce 2013. Vývoj ekonomiky EU od roku 2006 je přehledně zaznamenán v následujícím grafu 3.



Graf 3: Vývoj reálného HDP v Evropské unii od roku 2006. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů Eurostatu

3.1.2 Inflace

Inflaci lze interpretovat jako růst cenové hladiny v čase. Existuje několik možností určení a stanovení míry inflace. Jednou z nejčastěji používaných je míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen. Vývoj této míry inflace v letech 2006 až 2011 je zachycen v grafu 4.



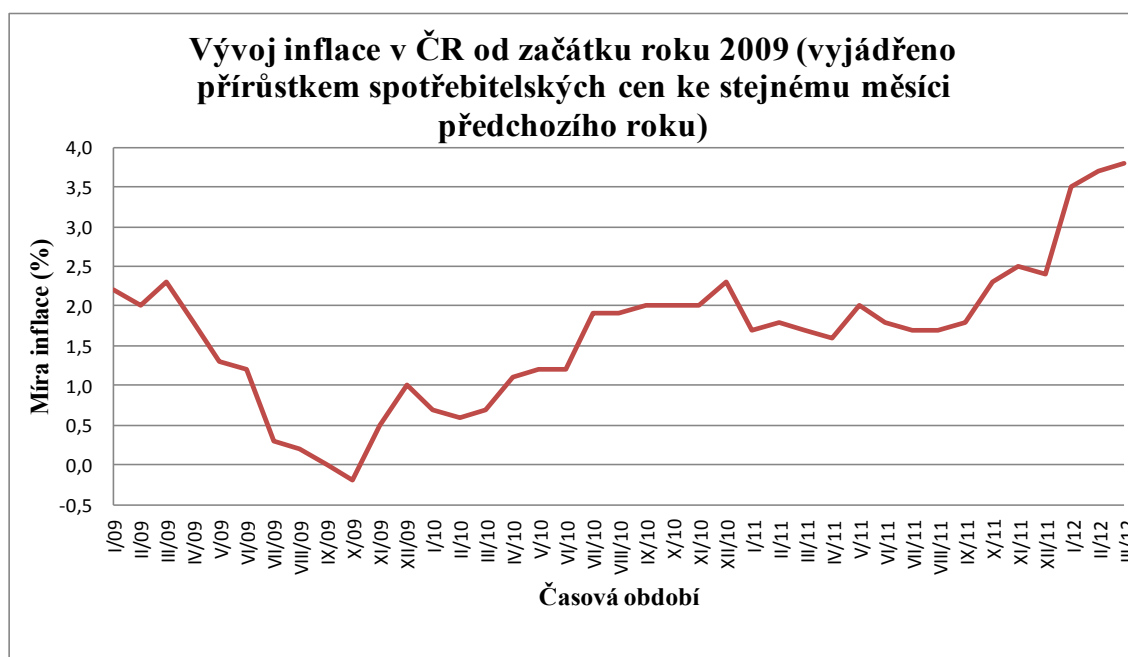
Graf 4: Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen od roku 2006.
Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČSÚ

Z grafu lze vyčíst, že mezi roky 2006 a 2007 došlo k mírnému nárůstu míry inflace. Přesněji řečeno v roce 2006 dosáhla míra inflace 2,5 %, naproti tomu v roce 2007 to bylo již 2,8 %. Ke značnému skokovému zvýšení došlo v roce 2008. V tomto roce se míra inflace vyšplhala až na 6,3 %. Tato míra inflace byla nejvyšší za posledních 10 let. Vyšší míra inflace byla naposledy v roce 1998, tehdy činila 10,7 %. Vysokou míru inflace v roce 2008 zavinila řada faktorů. Mezi ty nejvýznamnější patřilo především zvýšení DPH z 5 % na 9 % na některé výrobky a služby, zvýšení cen potravin, zvýšení spotřební daně u tabákových výrobků, zvyšování cen energií a zvýšení regulovaného nájemného.(19)

Výrazně nižší hodnota míry inflace byla zaznamenána v roce 2009. Dosahovala pouze výše 1 %. Na tomto faktu se především podepsalo snížení cen potravin a nealkoholických nápojů o 3,9 %, dále pak pokles cen pohonných hmot o 11,8 % a pokles cen automobilů téměř o desetinu.(23)

Z grafu 4 je možno vypočítat, že od roku 2009 dochází k postupnému zvyšování průměrné míry inflace vyjádřené přírůstkem indexu spotřebitelských cen. Inflace v roce 2010 dosáhla úrovně 1,5 %, aby poté v roce 2011 dále vzrostla na hodnotu 1,9 %.

V grafu 5 je znázorněna míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku. Tato metoda kvantifikace míry inflace vylučuje sezónní vlivy. Dochází k tomu tak, že se porovnávají stejné měsíce.

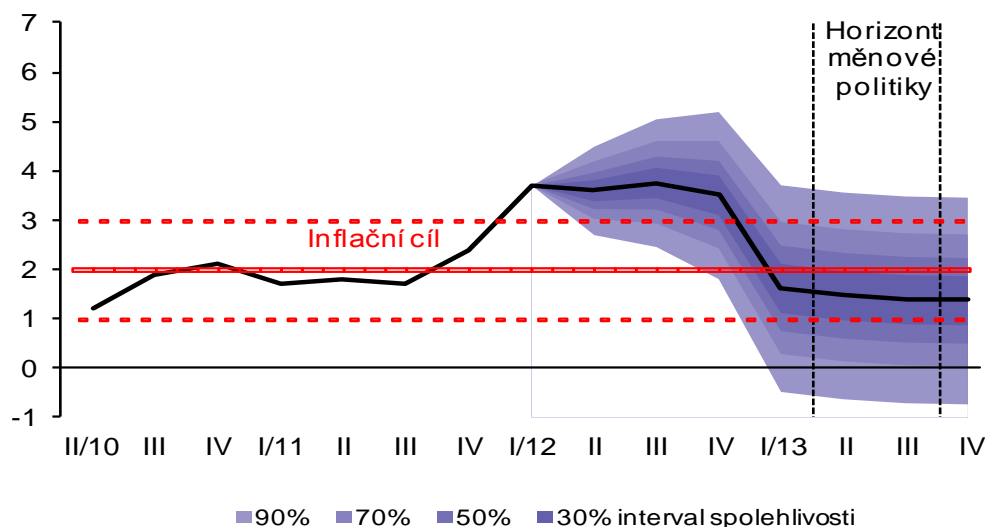


Graf 5: Vývoj inflace v ČR od začátku roku 2009. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČSÚ

Jak je z grafu možno vyčíst od ledna až do října roku 2009 má inflace klesající tendenci (i přes mírný nárůst v březnu) – v říjnu dokonce mluvíme o deflaci na úrovni 0,2 %. Od tohoto momentu míra inflace naopak nabírá rostoucí tendenci, která (i přes

mnohé výjimky v podobě mírných poklesů) trvá až do března 2012. Od konce roku 2011 je možné sledovat poměrně dynamický růst.

Česká národní banka pravidelně vydává i prognózy vývoje inflace v České republice. Zatím poslední zveřejněná prognóza byla datována k datu 3. 5. 2012. Prognóza je přehledně uvedena ve vějířovém grafu 6.



Graf 6: Prognóza inflace v ČR dle ČNB. Zdroj: (10)

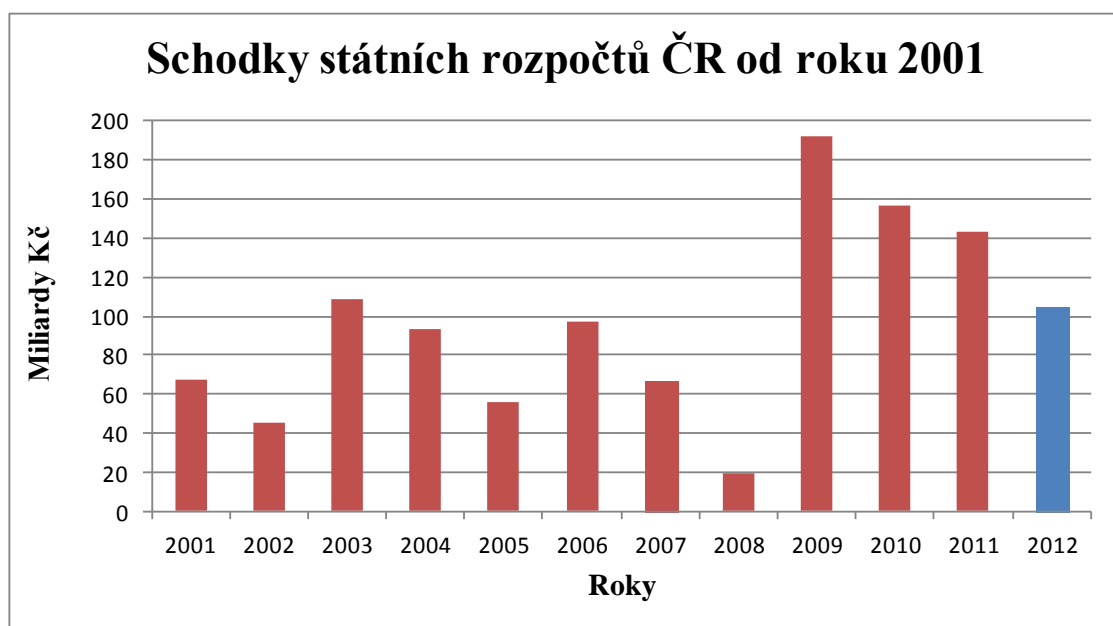
Výše uvedená prognóza předpokládá s dalším růstem míry inflace spotřebitelských cen. Ta by se dle ČNB měla v roce 2012 postupně vyšplhat až nad 3 %. V této úrovni by celý rok 2012 měla i udržet. Pro druhé a třetí čtvrtletí 2013 je však prognózována míra inflace na úrovni 1,5 % a 1,4 %. Graf je rovněž vybaven polem spolehlivosti. Čím tmavší modrá barva, tím je nižší spolehlivost prognózy. Konkrétně u tohoto grafu lze říci, že hodnoty míry inflace ležící v nejtmaší modré barvě nastanou s 30 % pravděpodobností.

3.1.3 Fiskální politika

Dalším významným faktorem, jenž je součástí globální analýzy, je vývoj fiskální politiky. Jsou sledovány především ukazatele tempa růstu státního dluhu, vývoje

schodků státních rozpočtů a vývoje státního dluhu. Právě tyto ukazatele budou v následující části práce rozpracovány.

Jako první je uveden graf 7, který udává vývoj schodků státních rozpočtů České republiky v letech 2001 až 2012. Je nutno podotknout, že sloupec schodku rozpočtu v roce 2012 je uveden modrou barvou proto, že se jedná o návrh schodku státního rozpočtu dle zákona č. 455/2011 Sb. o státním rozpočtu České republiky na rok 2012.



Graf 7: Schodky státních rozpočtů ČR od roku 2001. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČSÚ

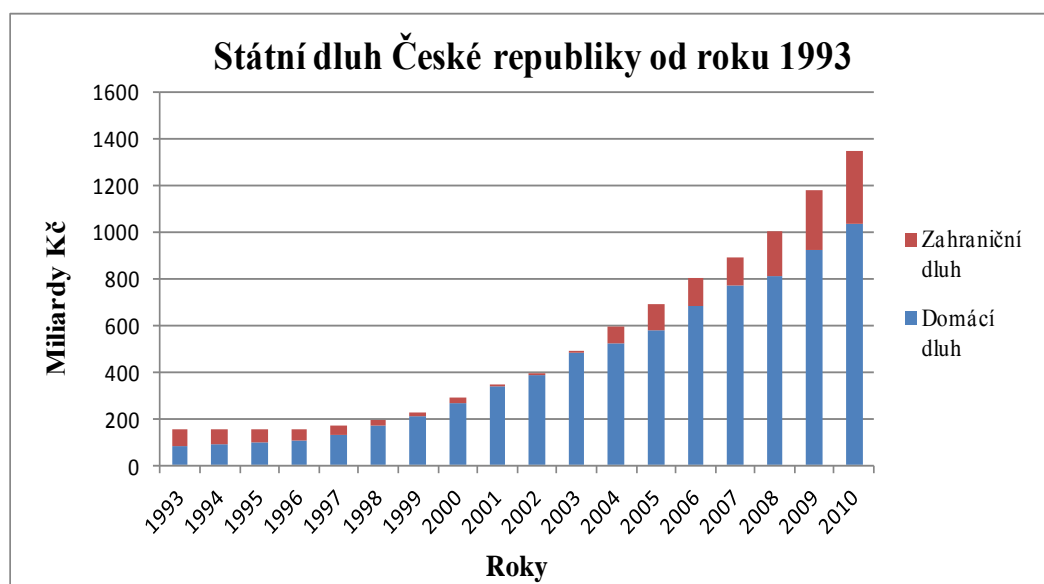
Při pohledu na výše uvedený graf si lze na první pohled všimnout, že v každém uvedeném roce bylo dosaženo deficitu státního rozpočtu. Zde je nutno rozlišit, zdali se jednalo o schodky strukturální nebo cyklické. Strukturální schodky jsou takové, které vznikaly za vysokého ekonomického růstu a byly tedy spíše dílem politických rozhodnutí. Takové schodky jsou patrné především v letech 2003 až 2007, kdy růst reálného HDP postupně rostl v jednotlivých letech od 3,8 % až po 5,7 % (v roce 2006 dokonce 7,0 %). Naopak jako typický cyklický deficit lze chápat rozpočet v roce 2009. Tehdy dosáhl deficit 192,4 miliard. Nutno ovšem podotknout, že v tomto roce došlo k propadu české ekonomiky o 4,7 %. V tomto roce zasáhla českou ekonomiku v plné síle hospodářská krize. Rok 2009 byl tedy ve znamení poklesu aktivity v průmyslu, a to zejména zpracovatelském. Došlo k významnému nárůstu průměrné míry

nezaměstnanosti – ta v roce 2009 dosáhla v České republice (dle Ministerstva sociálních věcí) hodnoty 8 %. Oproti roku 2008 došlo nárůstu o 2,6 %.(21).

I v letech 2010 a 2011 dosahovaly deficity státních rozpočtů vysokých čísel (konkrétně 156,4 mld. Kč a 142,8 mil. Kč). V těchto letech se vývoj ekonomiky postupně dostával do kladných čísel. Rok 2010 přinesl růst reálného HDP ve výši 2,7 %, v roce 2011 poté došlo dle předběžného odhadu k mírnému poklesu na 1,7 %.(22)

Od roku 2009 mají deficity státních rozpočtů opět klesající trend. V tomto směru pochopitelně hodlá současná vláda pokračovat, a to i za cenu přijetí nezbytných příjmových a výdajových opatření. Vláda proklamuje, že pro rok 2013 plánuje snížit schodek státního rozpočtu na 100 miliard Kč. V následujícím roce pak dále na 70 miliard Kč. Ve svém programovém prohlášení zároveň uvádí, že v roce 2016 si klade za cíl připravit vyrovnaný státní rozpočet.(16)

S vývojem deficitů státních rozpočtů se pojí i další ukazatel fiskální politiky – výše státního dluhu. Přehledný vývoj postupného zadlužování České republiky je vidět v následujícím grafu 8.

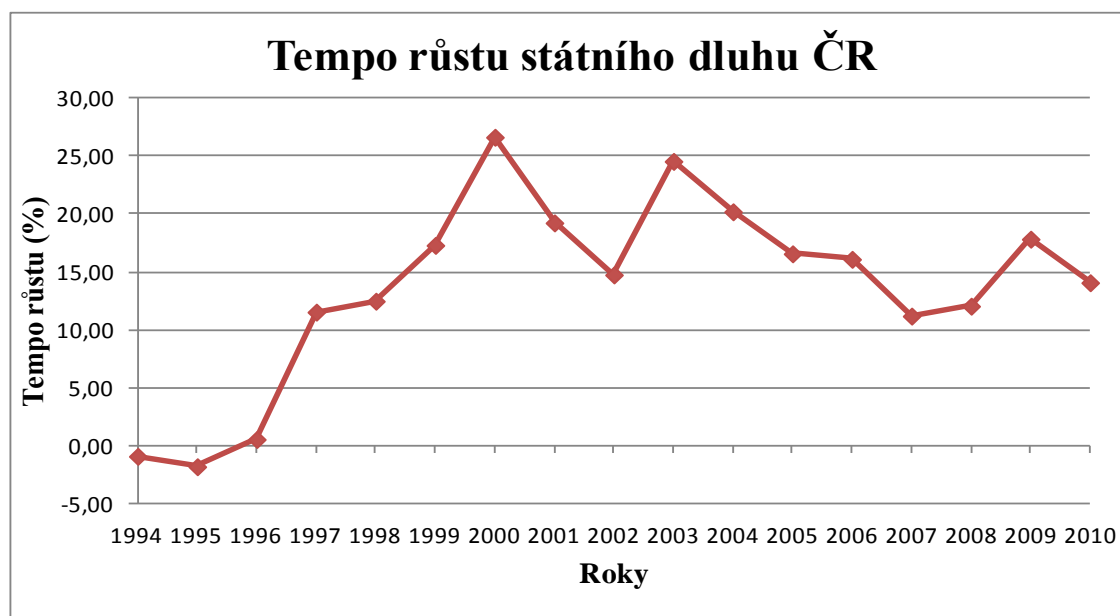


Graf 8: Státní dluh České republiky od roku 1993. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů Ministerstva financí

Grafické vyjádření státního dluhu v sobě zahrnuje i podíl mezi zahraničním a domácím dluhem. Pod domácím dluhem si lze představit hlavně státní pokladniční poukázky a střednědobé a dlouhodobé dluhopisy. Do zahraničního dluhu pak můžeme zařadit především půjčky od Evropské investiční banky a také zahraniční emise dluhopisů.

Výše státního dluhu na konci roku 2010 dosáhla 1344,1 miliard Kč. To činilo asi 36,6 % k HDP. To je hluboko pod průměrem Evropské unie. Zde tento ukazatel činil dle Eurostatu (Evropský statistický úřad) v roce 2010 asi 80 %. Česká republika je v tom směru jednou z nejlepších zemí v Evropské unii. Znepokojující však může být rychlost zadlužování. Při bližší analýze grafu 8 zjistíme, že například v roce 1998 činil státní dluh necelých 200 miliard Kč a již v roce 2002 to byl v podstatě dvojnásobek. Podobnou situaci můžeme vypořadovat mezi lety 2005 a 2010. Mezi těmito lety došlo k nárůstu státního dluhu z 691, 2 miliard Kč na 1344,1 miliard Kč.

Výše zmíněné tempo zadlužování je podrobně zakresleno v grafu 9. Zde je zmapováno, o kolik % vždy meziročně vzrostl státní dluh České republiky.



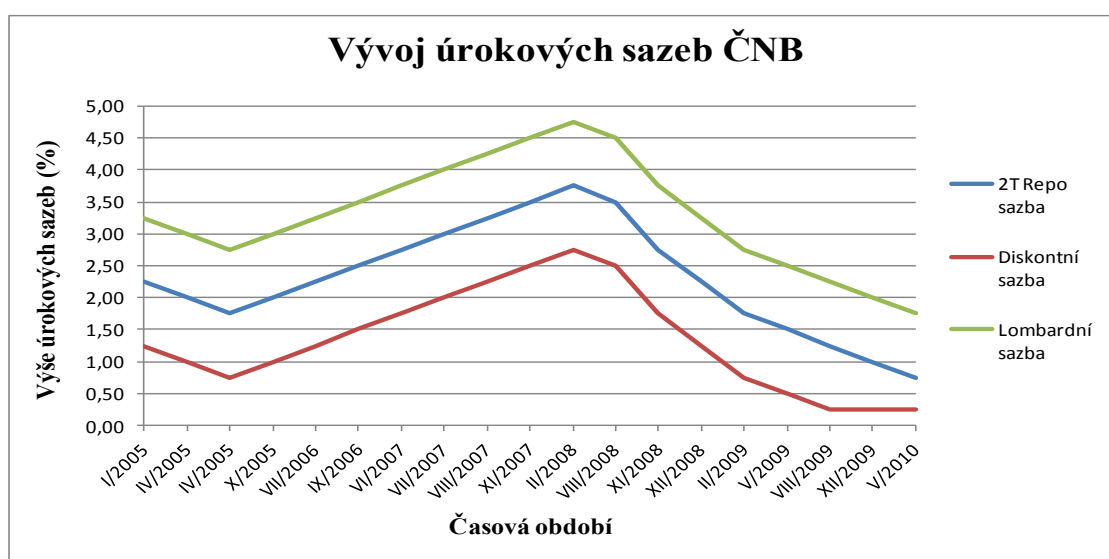
Graf 9: Tempo růstu státního dluhu ČR. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů Ministerstva financí

Zatímco v letech 1994 a 1995 docházelo dokonce ke snižování státního dluhu, od roku 1996 už státní dluh pouze roste. Nejvyššího tempa růstu bylo dosaženo v roce 2000. V tomto roce došlo oproti minulému ke zvýšení státního dluhu o téměř 27 %. K podobně vysokému navýšení došlo i v roce 2003, kdy došlo k meziročnímu růstu státního dluhu o 24,58 %.

3.1.4 Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou považovány za jeden z nejdůležitějších makroekonomických faktorů působících na změnu kurzů akcií. Důvody tohoto tvrzení byly podrobně popsány v teoretických východiscích práce v podkapitole 2.6.1.4.

V následujícím grafu 10 je zaznamenán vývoj tří důležitých úrokových sazeb vyhlášených Českou národní bankou. Konkrétně se jedná o diskontní sazbu, která zpravidla udává dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB s ní úročí přebytečné likvidity, které banky u ČNB uloží přes noc. Druhou uvedenou úrokovou sazbou je 2T Repo sazba, pomocí níž je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank. Tuto přebytečnou likviditu získává ČNB pomocí tzv. dvoutýdenních repo tendrů. Lombardní sazba zase zpravidla stanovuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji také využívá k úročení likvidity, kterou poskytne komerčním bankám.(12)



Graf 10: Vývoj úrokových sazeb ČNB. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

Graf 10 zachycuje vývoj tří výše zmíněných úrokových sazeb od začátku roku 2005. Z grafu je možno vypožorovat, že od října roku 2005 docházelo k postupnému zvyšování všech uvedených sazeb. Byla to reakce České národní banky na velký ekonomický růst České republiky. Zvyšování úrokových sazeb ve sledovaném období započalo 31. října 2005, kdy se 2T Repo sazba zvýšila na 2 % (z dubnových 1,75 %), lombardní sazba byla stanovena na 3 % (z dubnových 2,75 %) a diskontní sazba se navýšila na 1 % (z dubnových 0,75 %). Od tohoto okamžiku dochází k postupnému zvyšování všech tří úrokových sazeb. Sazby byly postupně navyšovány (v roce 2006 se tak stalo 2x, v roce 2007 pak 4x) až do posledního navýšení 8. února 2008. Tehdy byla hodnota lombardní sazby na úrovni 4,75 %, diskontní sazba se vyšplhala na úroveň 2,75 % a 2T Repo sazba činila 3,75 %.

První snížení úrokových sazeb od dubna roku 2005 se odehrálo srpnu 2008. Tehdy došlo ke snížení všech tří úrokových sazeb o 0,25 %. Česká národní banka tímto krokem reagovala na zpomalování růstu české ekonomiky a dále pak také na výrazně posilující korunu. K nejméně výraznějšímu snížení úrokových sazeb (ve sledovaném období) došlo v listopadu 2008. ČNB tehdy snížila úrokové sazby překvapivě o celých 0,75 %. Reagovala tak na špatný výhled české ekonomiky. Snížení úrokových sazeb o půl procenta následovalo i v prosinci téhož roku. Česká republika tedy končila rok 2008 s diskontní sazbou na úrovni 1,25 %, lombardní sazba činila 3,25 % a 2T Repo sazba byla nastavena na 2,25 %.

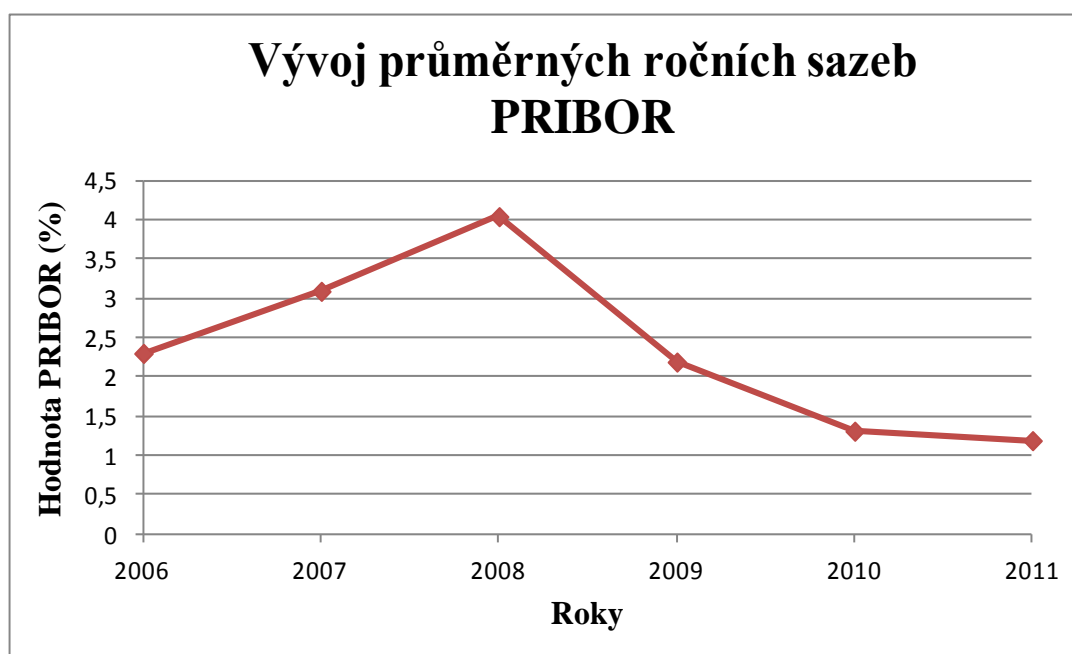
V roce 2009 došlo k dalším úpravám úrokových sazeb směrem dolů. Česká národní banka těmito se těmito kroky pokoušela oživit českou ekonomiku a zastavit snižování inflace. ČNB také reagovala na postupné posilování kurzu české koruny. V roce 2009 došlo postupně ke čtyřem snížením úrokových sazeb ČNB. Na konci tohoto roku byly úrokové sazby nastaveny následovně: lombardní sazba činila 2 %, diskontní sazba se zastavila na 0,25 % a 2T Repo sazba setrvala na úrovni 1 %.

K posledním úpravám úrokových sazeb České národní banky došlo 7. května 2010. Diskontní sazba ve výši 0,25 % byla ponechána ve stejné výši, avšak lombardní

sazba byla snížena na 1,75 % a 2T Repo sazba klesla 0,75 %. Jedná se o historicky nejnižší úrokové sazby České národní banky v době jejího působení.

Na posledním zasedání bankovní rady České národní banky, které proběhlo 3. května 2012 (údaje známé k 6. květnu 2012) bylo rozhodnuto o ponechání úrokových sazeb na stávajících hodnotách. Dle mnoha finančních analytiků by tento stav měl setrvat i v nejbližší době.(11)

V souvislosti s úrokovými sazbami je vhodné se ještě zmínit o tzv. PRIBOR. Zkratka PRIBOR je složen z úvodních písmen názvu Prague InterBank Offered Rate. Jak je již z tohoto názvu patrné, PRIBOR udává úrokovou sazbu, za níž si banky mezi sebou na českém mezibankovním trhu poskytují úvěry. Je důležitá například při určování výše hypotečních úvěrů. Graf 11 udává vývoj průměrných ročních sazeb PRIBOR od roku 2006. Konkrétně v tomto grafu jsou uvedeny tříměsíční sazby. Existuje však více sazeb počínaje jednodenníma a konče ročníma. Sazby PRIBOR jsou stanovovány denně a proto, jak již bylo zmíněno, jsou v grafu uvedené průměrné roční sazby.



Graf 11: Vývoj průměrných ročních sazeb PRIBOR. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

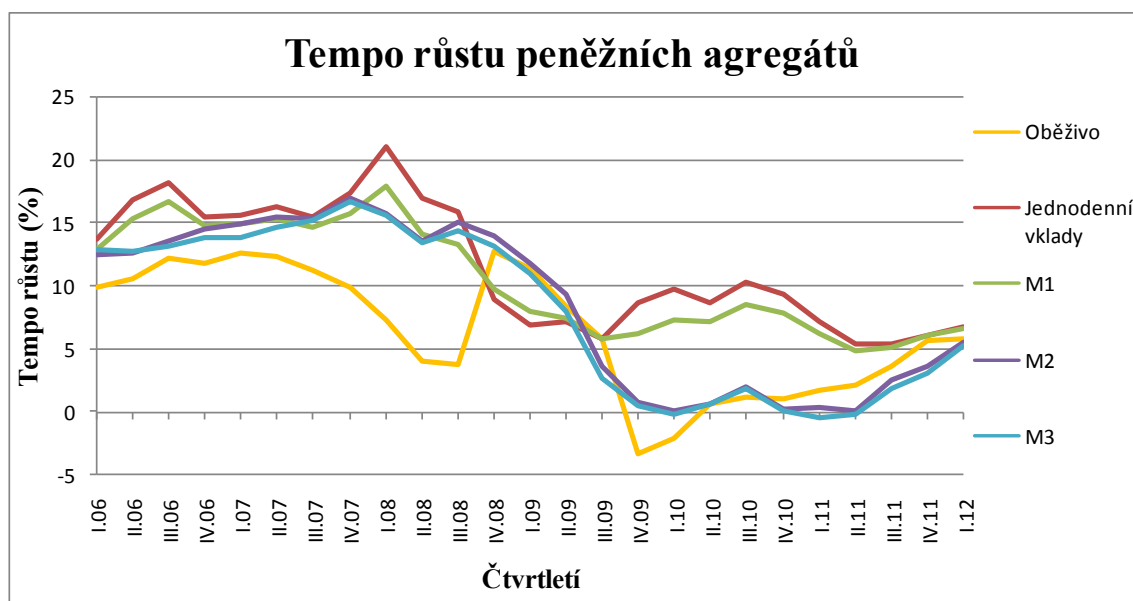
Jak je na první pohled z grafu patrné, tříměsíční sazby PRIBOR průměrně ročně rostly do roku 2008. Následně dochází k poklesu. Při bližším rozboru jednotlivých průměrných měsíčních sazeb (zveřejňovaných Českou národní bankou) můžeme vypočítat, že klesající trend započal v listopadu 2008. Tehdejší měsíční průměr (4,24 %) byl největší ve sledovaném období. Od tohoto měsíce dochází prakticky neustále (pomineme-li nepatrné výjimky) ke snižování průměrných měsíčních sazeb PRIBOR. Mírný nárůst sazby lze vypočítat v únoru 2012, kdy došlo k navýšení z lednových 1,17 % na 1,20 %.

3.1.5 Peněžní nabídka

Jak již bylo uvedeno v teoretických východiscích práce, peněžní nabídku ovlivňuje prostřednictvím monetární politiky centrální banka. Peněžní nabídka je jedním z makroekonomických faktorů, působících na kurz akcie. Teorie hovoří v tom smyslu, že čím větší peněžní nabídka, tím vyšší je předpoklad růstu akciových kurzů.

Rozlišujeme tři peněžní agregáty. Peněžní agregát M1 obsahuje oběživo (tedy bankovky a mince) a také zůstatky, které lze okamžitě převést na oběživo nebo použít k bezhotovostní platbě (např. jednodenní vklady). Agregát M2 obsahuje agregát M1 a k tomu vklady se splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Agregát M3 zahrnuje agregát M2 a navíc a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do agregátu M3 se započítávají také některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace.(20)

Následující graf 12 vykresluje čtvrtletní tempa růstů jednotlivých peněžních agregátů (a také oběživa a jednodenních vkladů). Tento vývoj je zachycen od prvního čtvrtletí roku 2006 do posledního čtvrtletí roku 2011.



Graf 12: Tempo růstu peněžních agregátů. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

Výše uvedený graf znázorňuje, že nejvyšších hodnot tempa růstu dosahovaly jednodenní vklady. Ty nejprve od počátku sledovaného období rostly až do třetího čtvrtletí roku 2006, kdy dosáhlo tempo růstu 18,1 %. Poté však tempo růstu mírně polevilo, nicméně postupně došlo k opětovnému růstu. Maximálního tempa růstu poté dosáhly jednodenní vklady v prvním kvartálu 2008. Tehdy činilo jejich tempo růstu 21 %. Od této chvíle tempo růstu ochabovalo až do třetího čtvrtletí 2009. V tomto čtvrtletí činilo tempo růstu jednodenních vkladů jen 5,8 %. Poté dochází opět k oživení tempa růstu, nicméně od třetího kvartálu roku 2010 dochází k opětovnému poklesu. Mírné zvýšení tempa růstu bylo opět zaznamenáno v posledním čtvrtletí roku 2011.

Oběživo zaznamenávalo v úvodu sledovaného období relativně stabilní tempa růstu. To se změnilo v prvním čtvrtletí 2007, kdy tempo růstu začalo klesat. Značný nárůst však zaznamenalo ve čtvrtém kvartálu roku 2008. V tomto okamžiku to bylo nejvíce z celého sledovaného období, a sice 12,8 %. Tempo však od tohoto momentu zaznamenává značný propad, až se nakonec ve čtvrtém čtvrtletí 2009 dostane do záporných čísel. Pak už opět tempo růstu oběživa stoupá.

Peněžní agregát M1 se od roku 2006 vyvíjel obdobně jako oběživo a jednodenní vklady. V posledním sledovaném kvartále dosáhlo tempo růstu agregátu M1 6,6 %.

Agregáty M2 a M3 mají velmi podobný vývoj. Maximálních temp růstů dosáhly oba tyto agregáty ve čtvrtém čtvrtletí roku 2007. Peněžní agregát M2 tehdy dosáhl tempa růstu 17 %, M3 16,7 %. Oba agregáty poté (až na světlé výjimky) zaznamenávaly pokles tempa růstu (tempo růstu agregát M3 dokonce spadlo do záporných čísel v prvním a druhém čtvrtletí 2011). V posledních sledovaných kvartálech však opět dochází k nastartování růstu.

3.1.6 Příliv a odliv zahraničního kapitálu

Dalším faktorem působícím na akciové trhy je příliv a odliv zahraničního kapitálu. Pozitivní vliv na tvorbu kurzů akcií má příliv zahraničního kapitálu do země, odliv působí opačně.

Charakteristickým znakem české ekonomiky je, že české podniky investují daleko méně, než zahraniční podniky u nás. Analýzou veřejně dostupných údajů Českého statistického úřadu a České národní banky lze zjistit, že v roce 2009, tedy v době propadu české ekonomiky, činil příliv zahraničního kapitálu do ČR asi 52 miliard Kč, přestože ještě v roce předcházejícím to bylo něco málo přes 110 miliard Kč. Naopak české podniky investovaly v zahraničí asi 18 miliard Kč. Rok 2010 přinesl výrazné oživení. Zahraniční investoři v tomto roce zvýšili příliv kapitálu více než dvojnásobně, a to na téměř 130 miliard Kč. České podniky v roce 2010 investovaly v zahraničí asi 22 miliard Kč. V následujícím roce 2011 došlo ovšem ke snížení přílivu i odlivu zahraničního kapitálu. Dle analytiků za tímto faktem stály obavy ze zpomalení globální ekonomické situace. Příliv zahraničního kapitálu tak v tomto roce dosáhl pouze necelých 96 miliard Kč. České firmy investovaly v zahraničí jen zhruba 20 miliard Kč.

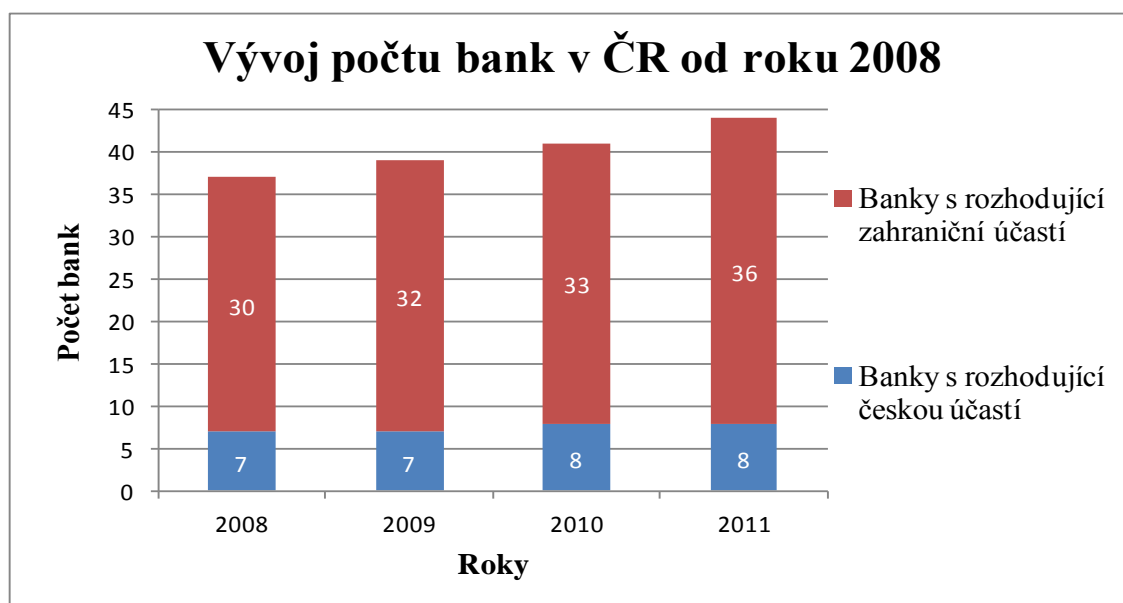
Výrazné zlepšení údajů z posledního roku lze očekávat jen těžko. Předpověď vývoje české i evropsko-unijní ekonomiky hovoří o stagnaci v letošním roce. Z tohoto faktu lze usuzovat, že investiční činnost v tomto roce nebude zaznamenávat výrazný růst. Možná spíše naopak.

3.2 Analýza bankovního sektoru České republiky

Další významnou část fundamentální analýzy tvoří odvětvová analýza. Úkolem odvětvové analýzy je zmapovat vývoj odvětví, v němž se akciová společnost Komerční banka nachází. V následujícím textu tedy bude analýze podroben bankovní sektor České republiky. Při provádění analýzy bylo využito dostupných údajů České národní banky, Českého statistického úřadu a jednotlivých obchodních bank podnikajících na území České republiky.

3.2.1 Stručná charakteristika

Komerční banka je v současné době jednou ze 44 obchodních bank působících v České republice. Na základě tohoto údaje lze charakterizovat odvětví jako oligopolní. Následující graf 13 zobrazuje vývoj počtu bank na českém trhu od roku 2008. Zároveň poskytuje přehled o vlastnictví těchto bank.



Graf 13: Vývoj počtu bank v ČR od roku 2008. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

Z grafu je patrné, že v posledních letech počet bank na českém trhu postupně stoupá. Tento fakt je způsoben především růstem počtu bank s rozhodující zahraniční účastí. Zatímco v roce 2008 činil počet bank 37 (30 zahraničních a 7 českých), v roce 2011 to bylo již 44 (36 zahraničních a 8 českých). U bank s rozhodující českou účastí se

vždy v každém sledovaném roce objevují dvě státní banky. Jedná se o Českou exportní banku a Českomoravskou záruční a rozvojovou banku. Ze statistik České národní banky rovněž vyplývá, že v roce 2011 působilo na českém trhu 36 zahraničních bank, z toho 21 bankovních domů zde podnikalo jen formou poboček.

3.2.2 Regulace

Stabilita, kvalita a důvěryhodnost bankovního sektoru je jedním z předpokladů fungování ekonomiky. Z tohoto důvodu je činnost bank v České republice pod drobnohledem České národní banky. Ta podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, vykonává dohled nad bankami, pobočkami zahraničních bank, spořitelním a úvěrním družstvy, institucemi elektronických peněz atd. Přesný výpis subjektů, na které ČNB dohlíží, nalezneme ve výše uvedeném zákoně, přesněji v § 44, odst. 1, písm. a) až f). Dohled České národní banky nad bankovním sektorem si můžeme představit především v pravomoci vydávat bankovní licence, v možnosti vydávat nařízení a vyhlášky týkající se pravidel obezřetného podnikání. ČNB také monitoruje činnosti bank a poboček zahraničních bank, provádí kontroly, ukládá opatření k nápravě a sankce ke zjištěným nedostatkům v činnosti bank apod.

Dalším významným legislativním nařízením upravujícím podnikání v bankovním sektoru je zákon č. 21/1992 Sb., o bankách. Tento zákon upravuje především náležitosti týkající se vzniku, podnikání a zániku bank se sídlem na území ČR (včetně jejich působení mimo ČR) a dále zákon upravuje některé vztahy související s působením zahraničních bank na území ČR. Vznik nové banky na území ČR je podmíněn získáním licence ČNB. Náležitosti žádosti o získání licence jsou uvedeny ve vyhlášce České národní banky. Tato žádost musí obsahovat mimo jiné základní údaje o žadateli, strategický záměr banky, obchodní plán atd. Dle zákona o bankách činí minimální výše základního kapitálu u nově vznikající banky 500 miliard Kč. Tato částka musí být tvořena peněžitými vklady. Licence bývá udělována na dobu neurčitou. Zároveň obsahuje výčet činností, které je banka oprávněna provozovat. Vstupem do Evropské unie se díky tzv. principu jednotné licence podstatně zjednodušily možnosti podnikání bank se sídlem v EU. Podstatou tohoto principu jednotné licence je, že banka, které byla v domovské zemi udělena licence, může provádět činnosti z této licence

vyplývající i na území jiného členského státu, aniž by v tomto státě musela znovu žádat o licenci. Pokud chce na našem území začít podnikat banka ze země mimo EU, musí zažádat u ČNB o licenci a zároveň předložit vyjádření bankovního dohledu ze země, kde má tato banka sídlo.

Česká národní banka pravidelně provádí zátěžové testy bankovního sektoru České republiky. Poslední takový test provedla v únoru letošního roku na základě údajů za poslední čtvrtletí roku loňského. Dle vyjádření ČNB tyto poslední testy potvrzují odolnost bankovního sektoru vůči negativním šokům. Kapitálová přiměřenost by v případě všech scénářů, se kterými ČNB počítala, zůstala nad požadovanými 8 %.

Zákon o bankách stanovuje také výši pojištění vkladů. Dle současného znění zákona činí pojistný limit 100 000 Euro. Tento limit platí pro jednu osobu u jedné banky. V případě krachu banky musí být Fond pojištění vkladů schopen vyplatit náhradu do 20 pracovních dní. Pokud tedy osoba disponuje vklady vyššími než 100 000 Eur a požaduje 100 % pojištění vkladů, musí tuto částku uložit u více bank.

Banky na území České republiky musí dodržovat zásady kapitálové přiměřenosti, kterou udává Basilejská kapitálová dohoda (BASEL II). Zjednodušeně řečeno – kapitálová přiměřenost minimální výše kapitálu, kterou musí banka držet vzhledem k objemu a rizikovosti svých obchodů. Obecně platí, že čím vyšší je kapitálová přiměřenost banky, tím vyšší je pravděpodobnost, že banka bude schopná dostát svým závazkům. Český bankovní sektor vykazuje dle údajů České národní banky rostoucí trend kapitálové přiměřenosti, která v roce 2011 překračuje 15 %. Minimální výše přitom činí 8 %. BASEL II bude v nadcházejících postupně nahrazována BASEL III. Tato dohoda mimo jiné zpřísňuje pravidla kapitálové přiměřenosti, zavádí minimální úroveň likvidity banky a také určuje pravidla maximální zadluženosti bank.

3.2.3 Ziskovost

Bankovní sektor v České republice můžeme na základě dostupných údajů ČNB označit za trvale ziskový. Český bankovní sektor se vyrovnal dobře i s finanční krizí, která odstartovala v polovině září 2008 pádem americké banky Lehman Brothers. Na

rozdíl od ostatních byl český bankovní sektor zasažen krizí v daleko menším rozsahu. Zatímco vlády některých zemí musely přikročit k rezolutním záchranným operacím, které si kladly za cíl zachránit tamní ohrožené bankovní domy a instituce, česká vláda k takovýmto krokům přistoupit nemusela. Bylo tomu tak především díky vysoké kapitálové přiměřenosti tuzemských bank (ani jedné v době krize neklesl tento ukazatel pod 10 % hranici) a dobré bilanční likviditě. Dalším faktorem pozitivně se projevujícím v období krize bylo to, že banky držely malý podíl špatných a rizikových aktiv. Bankovní sektor si i proto udržel velmi vysokou míru ziskovosti. Rovněž se nenaplnily černé scénáře, které předpokládaly přesun likvidity z českých dceřiných společností do zahraničních mateřských společností, jež se dostaly do problémů.(15)

Přehledný vývoj ziskovosti bankovního sektoru v České republice je promítnut do grafu 14.



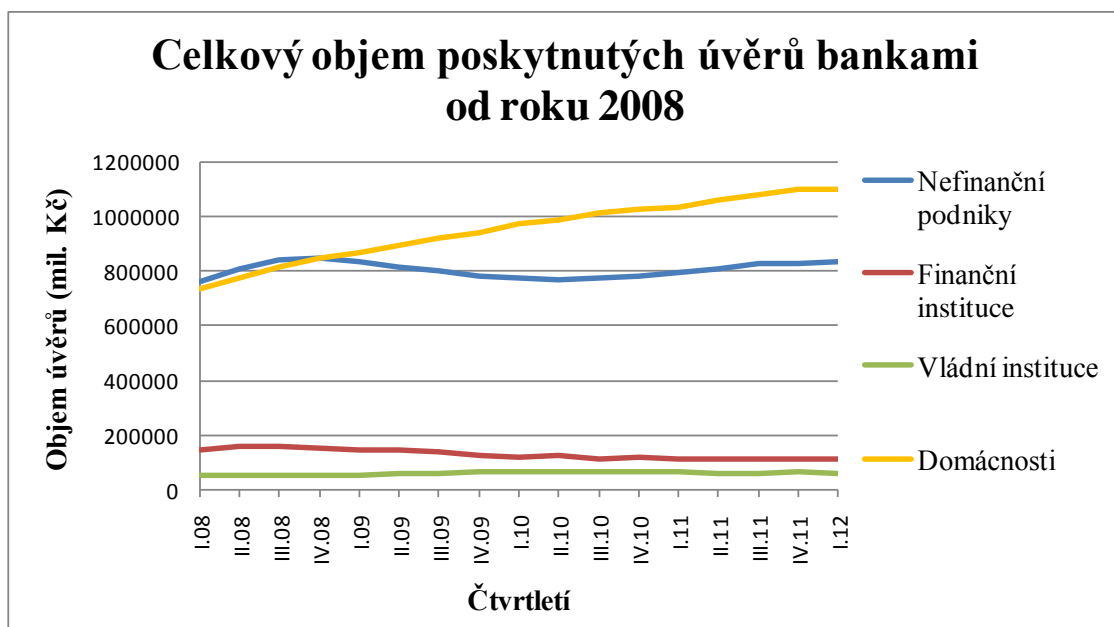
Graf 14: Ziskovost bankovního sektoru ČR po zdanění od roku 2008. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

Graf názorně ukazuje již výše zmíněnou skutečnost, že i v období krize (tedy především roky 2008 a 2009) si český bankovní sektor zachoval vysokou ziskovost. V roce 2008 činil součet zisků po zdanění všech bank na tuzemském trhu

asi 45,7 miliard Kč. Rok 2009 pak vykázal růst o zhruba 30 %. Zisk po zdanění v tomto roce činil necelých 60 miliard Kč. V následujících dvou letech dochází k postupnému snižování zisku, který se i přesto drží na hranici 50 miliard Kč. Výsledky roku 2011 byly do značné míry ovlivněny odpisy řeckých státních dluhopisů. Ty se promítly nejvíce do zisků ČSOB, KB a UniCredit Bank. Prvně jmenované bance klesl zisk o zhruba 17 % na 11,2 miliard Kč. Komerční banka v roce 2011 vykázala zisk ve výši 9,5 miliard Kč, pokles činil necelých 30 %. UniCredit Bank poklesl zisk o více než 60 % a činil asi 1,15 miliardy Kč. Naopak Česká spořitelna zaznamenala meziroční nárůst zisku o více jak 13 %. Vykázala tedy zisk výši přesahující 13,6 miliardy Kč.

3.2.4 Úvěrování bankovním sektorem

Jednou z hlavních činností, která přináší bankám majoritní část příjmů, je poskytování úvěrů nejrozličnějším subjektům. Objem poskytnutých úvěrů závisí na mnoha faktorech. Mezi ty nejdůležitější bezesporu patří úrokové sazby a ekonomický vývoj. Pro účely této analýzy byl sledován vývoj úvěrů poskytnutých těmito subjekty: nefinanční podniky, finanční instituce, vládní instituce, domácnosti. Výsledky analyzování jsou přehledně znázorněny v následujícím grafu 15.



Graf 15: Celkový objem poskytnutých úvěrů bankami od roku 2008. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

Ve sledovaném období dochází k neustálému růstu úvěrů poskytovaných domácnostem. Na začátku sledovaného období činil objem úvěrů poskytnutých domácnostem necelých 740 miliard Kč. Na konci roku 2011 to již bylo přes 1,09 bilionu Kč. Asi 70 % z těchto 10,9 miliard Kč bylo poskytnuto domácnostem ve formě úvěru na bydlení.

U nefinančních podniků již o trvalém růstu objemu úvěrů mluvit nelze. Růst byl zaznamenáván ve všech čtyřech kvartálech roku 2008. Od prvního čtvrtletí následujícího roku je však možno vyzorovat propad v celkovém objemu poskytnutých objemů. Přestože se nejednalo o nijak zásadní snižování, oživení bylo možno vyzorovat až od třetího čtvrtletí roku 2010. Od tohoto kvartálu opět objem poskytnutých úvěrů nefinančním institucím bankami pomalu roste. Dá se odhadovat, že zmíněný pokles byl důsledkem hospodářské krize, která českou ekonomiku zasáhla v plné míře právě v roce 2009.

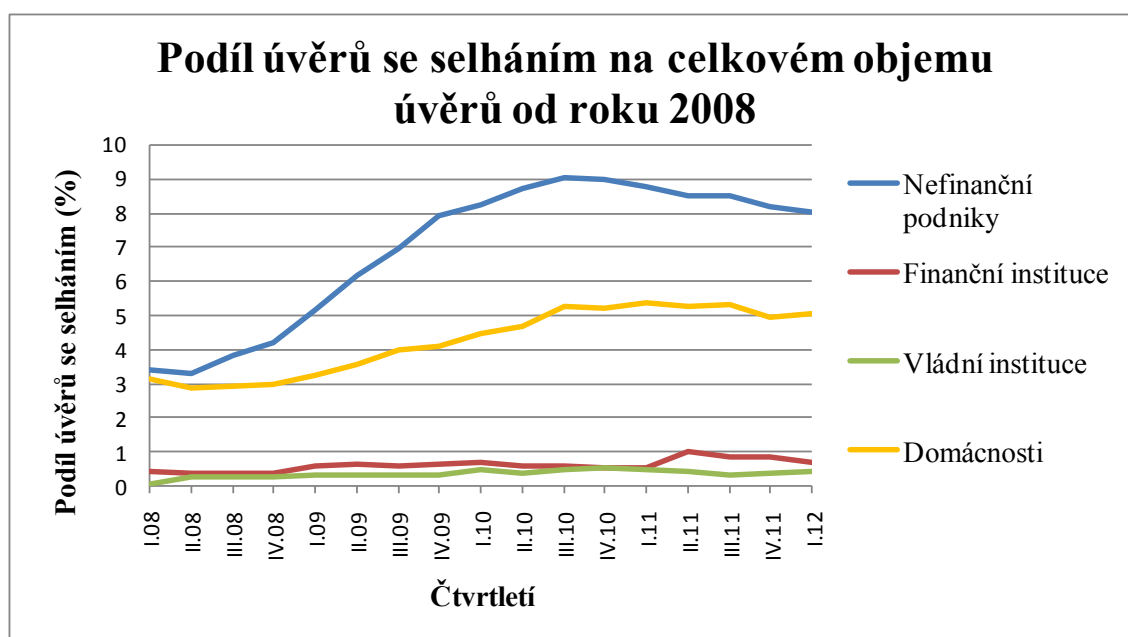
Situace u poskytování úvěru vládním a finančním institucím je poměrně klidná, bez znatelných výkyvů. Po celou dobu sledovaného období se objem úvěrů poskytnutých vládním institucím pohyboval v rozmezí 52 a 66 miliard Kč. U finančních institucí dochází ve sledovaném období k postupnému snižování objem úvěrů. V posledním sledovaném kvartále byly poskytnuty úvěry v hodnotě 117 miliard Kč, naproti tomu v polovině roku 2008 to bylo necelých 159 miliard. Poskytování úvěrů nefinančním a vládním institucím však tvoří je malý podíl na celkovém množství poskytnutých úvěrů.

S poskytováním úvěrů však bankám vyvstává riziko tzv. selhání dlužníka. Toto selhání dlužníka definuje vyhláška České národní banky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry. Vyhláška říká, že selháním dlužníka se rozumí situace, kdy je splněna alespoň jedna z následujících podmínek:

- a) lze předpokládat, že dlužník pravděpodobně nesplatí svůj závazek řádně a včas, aniž by věřitel přistoupil k uspokojení své pohledávky ze zajištění,

- b) alespoň jedna splátka jistiny nebo příslušenství jakéhokoliv závazku dlužníka vůči věřiteli je po splatnosti déle než 90 dnů; k této podmínce povinná osoba nemusí přihlížet, pokud částka po splatnosti není významná s tím, že práh významnosti stanoví povinná osoba s ohledem na to, jakou částku nevymáhá při odpisu pohledávky.

Procentuální podíl úvěrů se selháním u jednotlivých klientských kategorií je znázorněn v grafu 16. Tento graf opět kvartálně zachycuje období od roku 2008.



Graf 16: Podíl úvěrů se selháním na celkovém objemu úvěrů od roku 2008. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

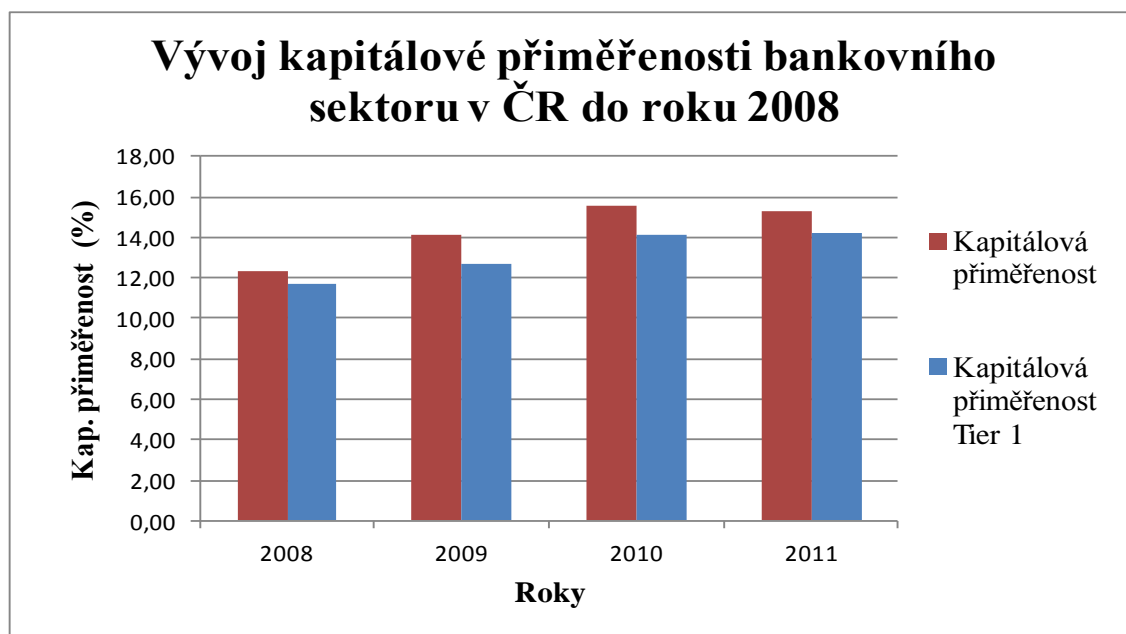
U domácností a nefinančních podniků můžeme sledovat růstový trend úvěrů se selháním. Markantní zvýšení je patrné především u nefinančních podniků. Od druhého kvartálu roku 2008 dochází k postupnému zvyšování „vadných“ úvěrů. Na pomyslný vrchol vystoupal podíl úvěrů se selháním na celkovém počtu úvěrů ve třetím čtvrtletí roku 2010. Během tohoto období se tento podíl více než zdvojnásobil (z 3,84 % v roce 2008 na 9,05 %). Od této chvíle dochází k postupnému snižování. Situace u domácností je podobná. Růst je zaznamenáván v období od druhého čtvrtletí roku 2008 do třetího čtvrtletí roku 2010. Podíl úvěrů se selháním tehdy vzrostl z 2,9 % na 5,27 %. Od třetího kvartálu roku 2010 se tento podíl pohybuje zhruba okolo 5,3 % a menší pokles je

zaznamenán až v posledním čtvrtletí roku 2011, od toho kvartálu se podíl pohybuje okolo 5 %.

Platební morálka finančních a vládních institucí je velmi dobrá. Z grafu je patrné, že ve sledovaném období se podíl úvěrů se selháním u těchto klientských skupin pohyboval pod úrovní 1 %.

3.2.5 Kapitálová přiměřenost

Důležitým, často zmiňovaným a sledovaným ukazatelem je kapitálová přiměřenost bank. Tento ukazatel udává minimální výši kapitálu, kterým musí banka vzhledem k rizikovosti svých obchodů disponovat. Výsledek je uváděn v procentech a nesmí klesnout pod 8 %.



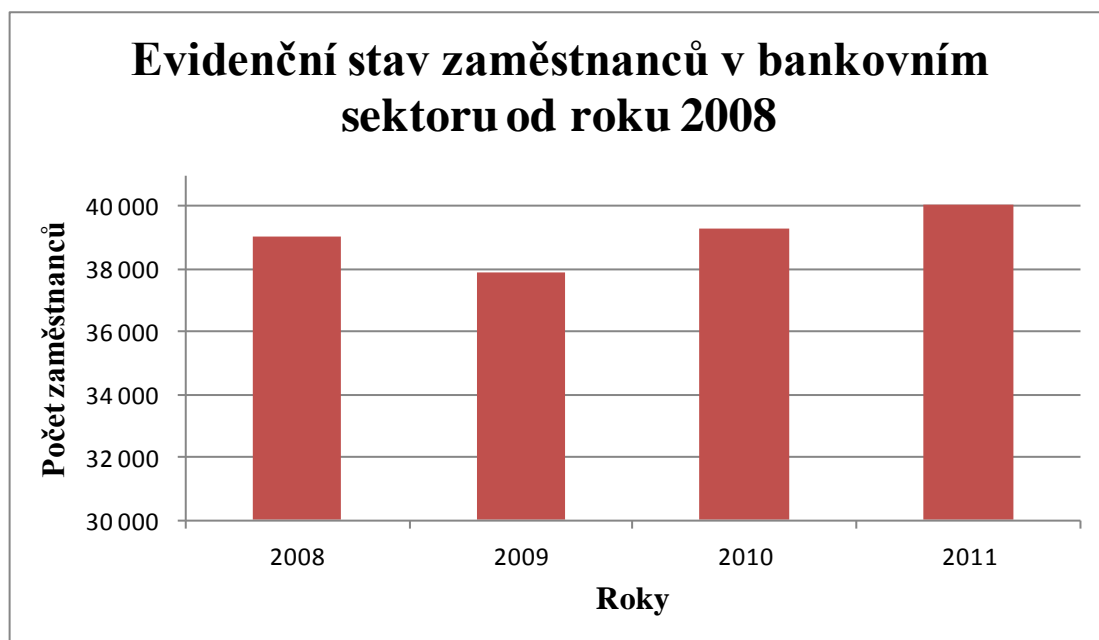
Graf 17: Vývoj kapitálové přiměřenosti bankovního sektoru v ČR do roku 2011. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

Český bankovní sektor je v plnění podmínek dohody BASEL II úspěšný. Jak je z grafu 17 patrné, požadovanou míru 8 % v každém sledovaném roce překročil, a to s dostatečnou rezervou. V roce 2011 činila kapitálová přiměřenost české bankovního sektoru 15,27 %. Zároveň kapitálová přiměřenost Tier 1 (ta udává splacený základní

kapitál navýšený o splacené emisní ážio, povinné rezervní fondy, ostatní rezervní fondy ze zisku, nerozdělený zisk po zdanění, zisk ve schvalovacím řízení snížený o předpokládané dividendy, zisk běžného období snížený o předpokládané dividendy a snížený o odečitatelné položky) se nachází na dobré úrovni a ve sledovaném období vždy meziročně vzrostla.

3.2.6 Zaměstnanost

Tuzemský bankovní sektor patří za jednoho z nejdůležitějších poskytovatelů zaměstnání. Graf 18 přehledně graficky znázorňuje průměrný počet zaměstnanců pracujících v bankovním sektoru v jednotlivých letech od roku 2008.



Graf 18: Evidenční stav zaměstnanců v bankovním sektoru od roku 2008. Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

Ve znázorněném časovém úseku došlo k poklesu počtu pracovníků v roce 2009. Tehdy v bankovním sektoru pracovalo průměrně 37 864 lidí. Bylo to o 1 139 pracovníků méně než v předcházejícím roce. Lze se domnívat, že za tímto poklesem stála snaha bankovních domů šetřit v době hospodářské krize. Nicméně v následujících dvou letech průměrný počet zaměstnanců opět roste. V roce 2011 dokonce těsně překonal čtyřicetitisícovou hranici.

Pracovníci v bankovním sektoru patří v průměru mezi nejlépe ohodnocené zaměstnance. Bankovníctví spadá dle třídění ekonomických činností CZ-NACE do sekce K – Peněžnictví a pojišťovnictví. Dle údajů Českého statistického úřadu si pracovníci zaměstnaní v této oblasti přišli v roce 2011 v průměru na více než 47 000 Kč hrubého.

4 Vlastní návrhy řešení

Třetí kapitola je věnována charakteristice a finanční analýze Komerční banky, a. s. Dále je v kapitole stanovena vnitřní hodnota akcií této společnosti a na závěr je navrženo investiční doporučení.

4.1 Analýza akciové společnosti Komerční banka

Následující část práce se zaměřuje na analýzu Komerční banky, a. s. Výsledky této analýzy jsou nedílnou součástí celé fundamentální analýzy a jsou nezbytné pro navržení konečného investičního doporučení.

4.1.1 Charakteristika společnosti Komerční banka, a. s.

Komerční banka, a. s. je mateřskou společností Skupiny KB. Komerční banka se řadí mezi přední bankovní instituce nejen v České republice, ale také v regionu střední a východní Evropy. Banka spadá do kategorie univerzálních. Svým klientům nabízí širokou škálu služeb v oblasti detailového, podnikového a investičního bankovníctví. Další specializované služby jsou klientům nabízeny prostřednictvím společností ze Skupiny KB. Těmito službami se rozumí především penzijní připojištění, stavební spoření, faktoring, spotřebitelské úvěry nebo pojištění.

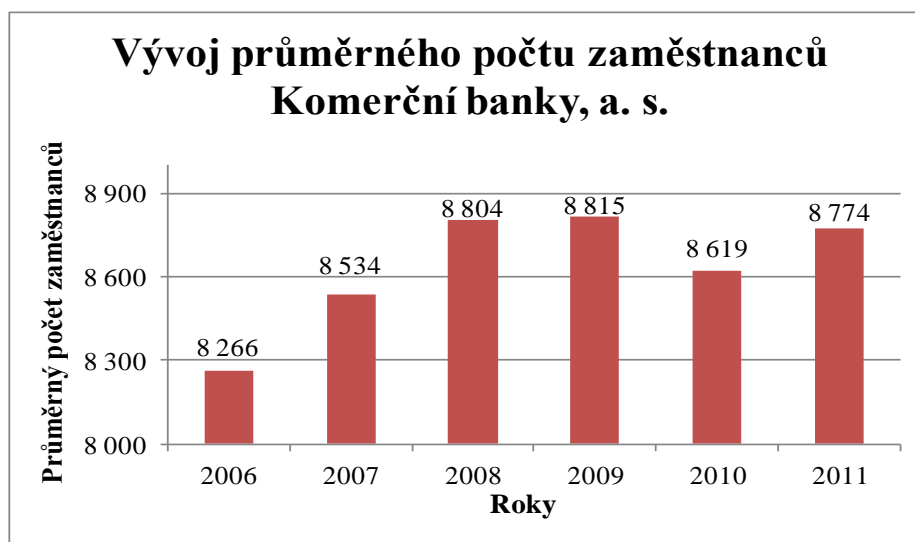
Historie Komerční banky sahá do roku 1990. Tehdy byla banka založena jako státní instituce, aby byla posléze v roce 1992 transformována v akciovou společnost. Od samého počátku jsou akcie Komerční banky kótovány na Burze cenných papírů Praha i v RM-Systému. Výrazným milníkem v historii banky se stal rok 2001. V tomto roce odkoupila francouzská společnost Sociétés Générale 60 % podíl, který do té doby patřil státu. Tato privatizace a změna vlastníka nastartovala výrazné rozšiřování služeb pro individuální zákazníky a podnikatele. Do té doby se banka zaměřovala především na podniky a municipality. V roce 2006 odkoupila Komerční banka zbývající 60 % podíl v Modré pyramidě stavební spořitelně, a. s., čímž nad ní získala plnou kontrolu.(28)

Tabulka 1: Charakteristika Komerční banky, a. s. Zdroj: (24)

Datum zápisu	5. 3. 1992
Obchodní firma	Komerční banka, a. s.
Sídlo	Praha 1, Na Příkopě 33 čp. 969, PSČ 114 07
Identifikační číslo	453 17 054
Počet akcií	38 009 852 ks
Jmenovitá hodnota akcie	500 Kč
Základní kapitál	19 004 926 000 Kč

Společnost Komerční banka, a. s. obsluhovala v roce 2011 1,6 milionů zákazníků. Ti využívali jejich služeb prostřednictvím 398 poboček a 693 bankomatů. Zákazníci banky zároveň mohou využívat telefonní, mobilní či internetové bankovníctví. Modrá pyramida stavební spořitelna, a. s. v roce 2011 evidovala 649 tisíc klientů. Služeb společnosti spotřebitelského financování ESSOX využívalo v témže roce 288 tisíc klientů. Penzijnímu fondu Komerční banky projevilo v roce 2011 důvěru 508 účastníků penzijního připojištění.(28)

V roce 2011 činil průměrný počet zaměstnanců Skupiny Komerční banky 8 774. Oproti předcházejícímu roku došlo k nárůstu zhruba o 150 zaměstnanců. Vývoj průměrného počtu zaměstnanců v jednotlivých letech zachycuje následující graf 19.(28)



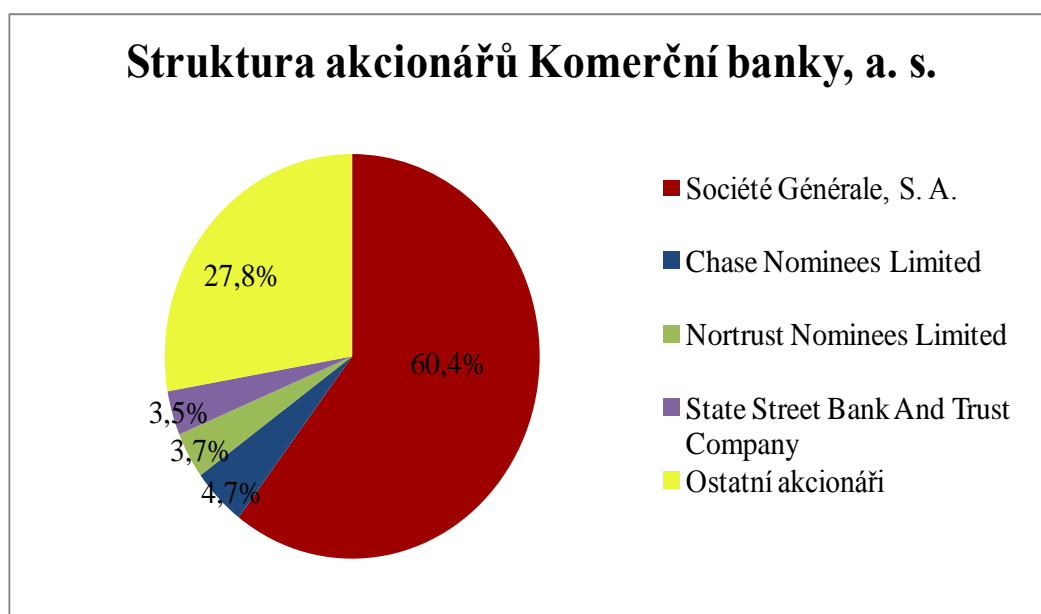
Graf 19: Vývoj průměrného počtu zaměstnanců Komerční banky, a. s. Zdroj: Vlastní zpracování dle Výroční zprávy KB 2011

Komerční banka, a. s. byla na konci března 2012 ohodnocena dlouhodobým ratingem následujících ratingových společností takto:(28)

- 1) Ratingová společnost Moody's Investors Service – hodnocení A2
- 2) Ratingová společnost Standard & Poor's – hodnocení A
- 3) Ratingová společnost Fitch Ratings – hodnocení A.

4.1.1.1 Struktura akcionářů

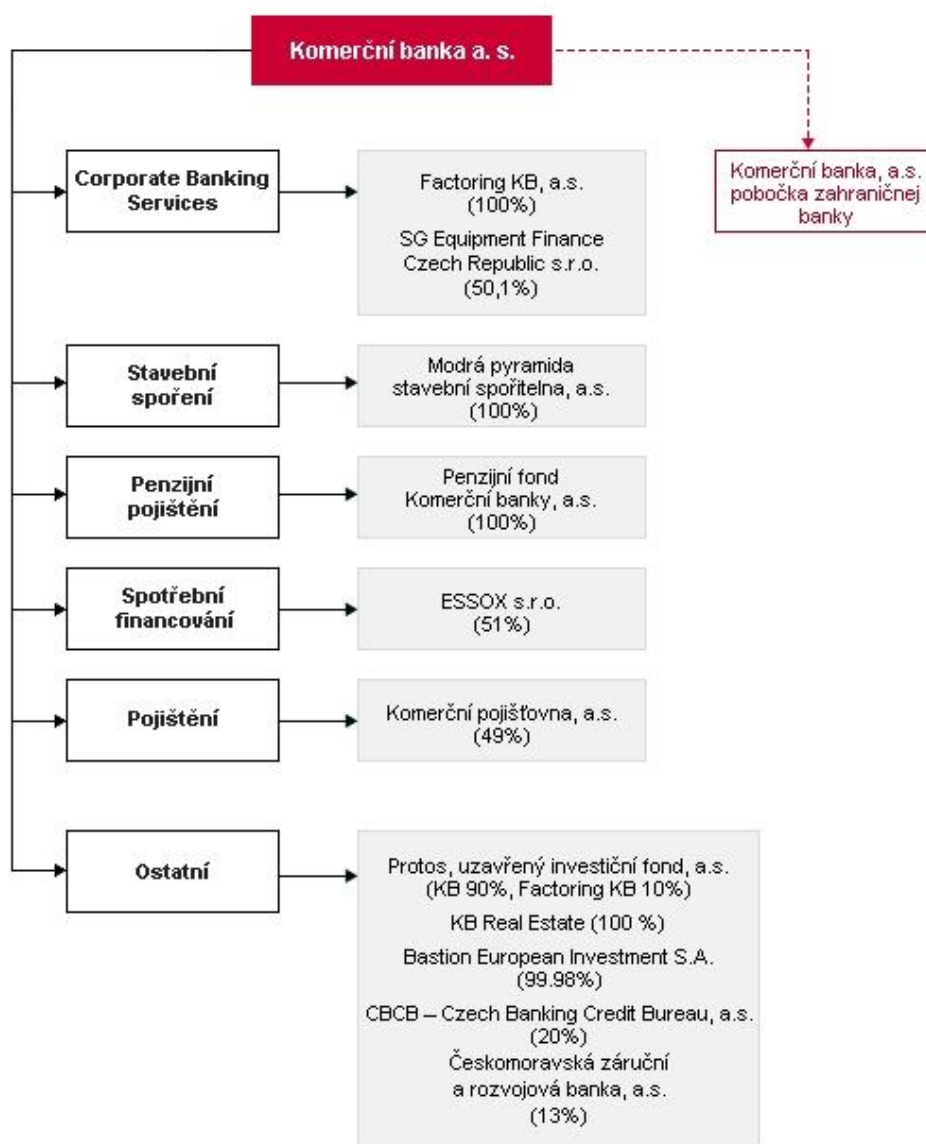
Jak již bylo uvedeno výše, většinovým vlastníkem Komerční banky je francouzská bankovní skupina Société Générale, S. A. s podílem 60,35 % na základním kapitálu. Dalšími akcionáři banky, kteří drží podíl nejméně 3 %, jsou (dle výpisu emitenta převzatého od Centrálního depozitáře cenných papírů k poslednímu dni roku 2011) společnosti Chase Nominees Limited (podíl 4,65 %), Nortrust Nominees Limited (podíl 3,69 %) a State Street Bank And Trust Company (podíl 3,54%). Celkový počet akcionářů činil k 31. 12. 2011 rovných 46 080. Z toho bylo 549 právnických osob (162 bylo z ČR, 387 ze zahraničí) a 45 531 fyzických osob (40 998 z ČR, 4 533 ze zahraničí).(28)



Graf 20: Struktura akcionářů Komerční banky, a. s. Zdroj: Vlastní zpracování dle Výroční zprávy KB 2011

4.1.1.2 Skupina Komerční banky

Komerční banka vlastní nadpoloviční podíl v osmi společnostech a navíc 49 % podíl v akciové společnosti Komerční pojišťovna (stav k 15. Květnu 2011). Těchto devět společností dohromady tvoří finanční skupinu Komerční banky. Komerční banka si zároveň ponechala strategické podíly ve společnostech Czech Banking Credit Bureau, a. s. (20 % podíl) a Českomoravská záruční a rozvojová banka, a. s. (13 % podíl). Přehledné schéma finanční skupiny Komerční banky je znázorněno na následujícím obrázku.(13)



Obrázek 4: Skupina Komerční banky, a. s. Zdroj: (13)

4.1.1.3 Představenstvo

Představenstvo společnosti zastává funkci statutárního orgánu. Ten řídí činnosti banky a jedná jejím jménem. Představenstvo Komerční banky rozhoduje o veškerých záležitostech banky v případě, že nejsou zákonem nebo stanovami společnosti dány do působnosti valné hromady, dozorčí rady nebo výboru pro audit.

Tabulka 2: Seznam členů představenstva společnosti k 22. 4. 2012. Zdroj: Výroční zpráva KB 2011

Jméno	Statut	Období
Henri Bonnet	předseda	od 10. září 2009
Vladimír Jeřábek	člen	od 1. června 2008
Jan Juchelka	člen	od 2. července 2010
Peter Palečka	člen	od 7. října 2009
Patrice Taillandier-Thomas	člen	od 1. února 2008
Aurélien Viry	člen	od 1. ledna 2011

4.1.1.4 Dozorčí rada

Dozorčí radu lze charakterizovat jako kontrolní orgán banky. Dozoruje činnost představenstva, sleduje vývoj a provádění podnikatelské činnosti banky, ale také dohlíží na účinnost a efektivnost kontrolního systému banky jako celku.

Tabulka 3: Seznam členů představenstva společnosti k 31. 12. 2011. Zdroj: Výroční zpráva KB 2011

Jméno	Statut	Období
Didier Alix	předseda	od 30. dubna 2009
Jean-Louis Mattei	místopředseda	od 30. dubna 2010
Bernardo Sanchez Incera	člen	od 1. října 2010
Bořivoj Kačena	člen	od 29. dubna 2008
Pavel Krejčí	člen	od 29. května 2009
Petr Laube	člen	od 30. dubna 2009
Dana Neubauerová	člen	od 29. května 2009
Christian Achille Frederic Poirier	člen	od 30. dubna 2009
Karel Přibíl	člen	od 29. května 2009

4.1.1.5 Finanční analýza

Nedílnou součástí analýzy Komerční banky, a. s. je i zkoumání její finanční výkonnosti pomocí základních a nejdůležitějších ukazatelů. Při provádění výpočtů bylo vycházeno z výročních zpráv společnosti a z finančních výkazů, které jsou uvedeny v příloze č. 1.

Ukazatele rentability

Jako první z řady ukazatelů jsou uváděny ukazatele rentability – konkrétně ukazatel rentability průměrného vlastního kapitálu a průměrných aktiv. Výsledky za poslední čtyři roky jsou přehledně znázorněny v následující tabulce 4.

Tabulka 4: Ukazatele rentability. Zdroj: Vlastní zpracování dle finančních výkazů KB.

Ukazatel	2008	2009	2010	2011
ROAE (%)	23,6	17	18,7	12,3
ROAA (%)	1,9	1,6	1,9	1,3

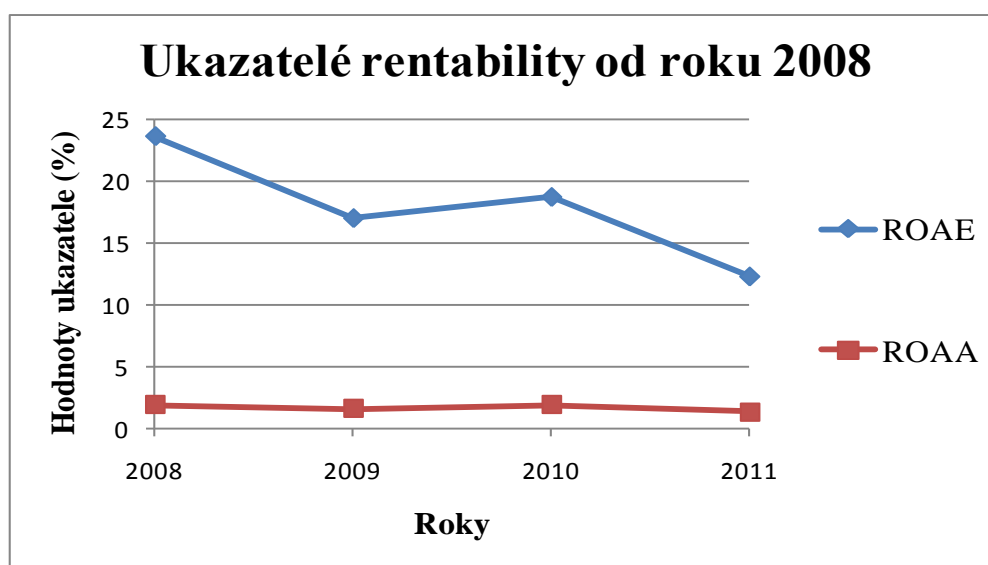
Ukazatel ROAE byl vypočítán dle vzorce 1.1 uvedeného v podkapitole 2.6.3.1. Tamtéž lze nalézt vzorec 1.2, který znázorňuje výpočet ukazatele ROAA.

Z výsledků uvedených v tabulce 4 je zřejmé, že nejnižších hodnot u obou ukazatelů bylo dosaženo v roce 2011. Důvodem této skutečnosti byl pokles hodnoty zisku po zdanění a zároveň zvýšení hodnot průměrného vlastního kapitálu a průměrných aktiv. Zisk po zdanění činil v roce 2011 pouze 9 475 milionů Kč. Meziročně došlo ke snížení o téměř 29 %. Příčinou tohoto snížení bylo odepsání řeckých dluhopisů v hodnotě asi 5,4 miliardy Kč.

Nejefektivněji společnost zhodnocovala svůj kapitál v roce 2008. Tehdy ukazatel ROAE dosáhl hodnoty 23,6 %. Jinými slovy – na jednu korunu průměrného vlastního kapitálu připadalo skoro 24 haléřů zisku. V následujícím roce došlo k poklesu ukazatele. Důvodem byl současný pokles zisku po zdanění a nárůst průměrného vlastního kapitálu. Mírné zlepšení je znovu sledováno v roce 2010.

Ukazatel ROAA, který udává, kolik haléřů zisku připadá na jednu korunu průměrných aktiv, vykázal podobný vývoj jako ROAE. V letech 2008 a 2010 dosahuje ukazatel ROAA hodnot 1,9 %. Dle metodiky hodnocení tohoto ukazatele je možno tvrdit, že v těchto letech bylo dosaženo vynikajících výsledků. Ve zbývajících dvou letech, kdy tento ukazatel vykázal hodnoty 1,6 a 1,3 %, jsou hodnoty ukazatele hodnoceny jako velmi dobré.

Pro lepší přehlednost a názornost byly vypočítané ukazatele rentabilit znázorněny v následujícím grafu 21.



Graf 21: Ukazatelé rentability od roku 2008. Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatele likvidity

Z ukazatelů likvidity byl vybrán výpočet běžné likvidity. Právě pro tenhle ukazatel byly zveřejněny ve finančních výkazech a výročních zprávách společnosti vhodné údaje. Ukazatel běžné likvidity stanovuje podíl mezi likvidními aktivy banky a krátkodobými závazky.

Výpočet běžné likvidity byl proveden pomocí vzorce 1.4, který lze nalézt v podkapitole 2.6.3.1. Vypočítané výsledky běžné likvidity od roku 2008 jsou uvedeny v tabulce 5.

Tabulka 5: Běžná likvidita. Zdroj: Vlastní zpracování dle finančních výkazů KB

Ukazatel	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita	0,283	0,259	0,222	0,198

Běžná likvidita Komerční banky vykazuje od roku 2008 klesající trend. Podstatným faktorem, který tento klesající trend způsobuje, je snižování pohledávek za bankami. Tento faktor vstupuje do čitatele vzorce pro výpočet běžné likvidity. Naopak do jmenovatele vstupují závazky vůči bankám. Ty od roku 2008 vykazují růst, a proto se také významnou měrou podílí na klesajících hodnotách běžné likvidity.

Kapitálová přiměřenost

Kapitálová přiměřenost bank udává minimální výši kapitálu, kterým musí banka vzhledem k rizikovosti svých obchodů disponovat. Dle Basilejské kapitálové dohody BASEL II, která platí od roku 2008, musí hodnota kapitálové přiměřenosti činit minimálně 8 %.

Podrobný rozbor a popis problematiky týkající se kapitálové přiměřenosti je detailně nastíněn v podkapitole 2.6.3.1.

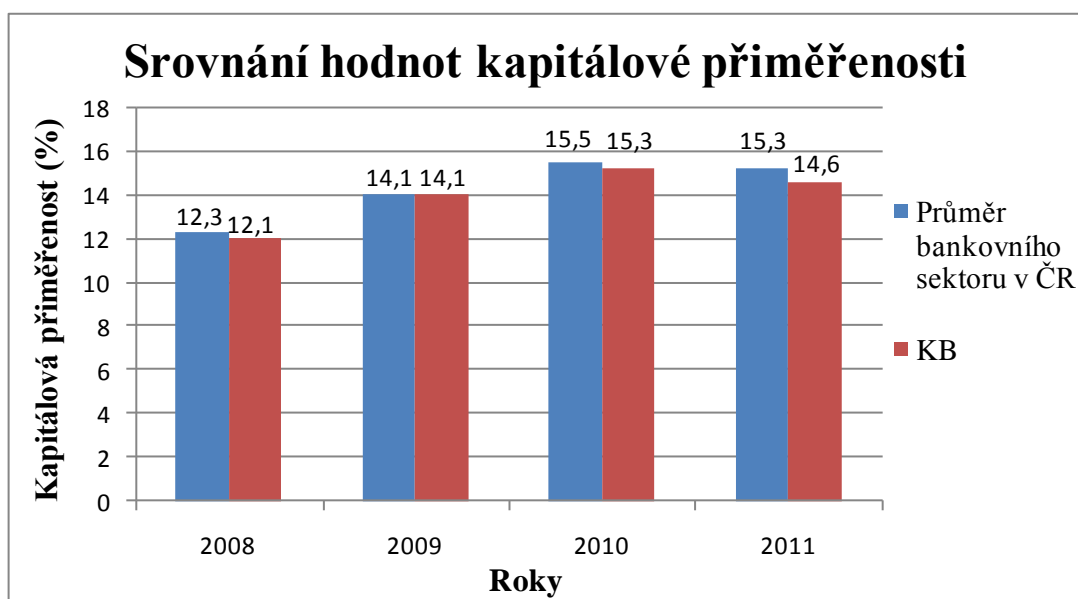
Tabulka 6 dává přehled o kapitálové přiměřenosti Komerční banky od nabytí platnosti dohody BASEL II.

Tabulka 6: Kapitálová přiměřenost. Zdroj: Výroční zpráva KB 2011

Ukazatel	2008	2009	2010	2011
Kapitálová přiměřenost (%)	12,1	14,1	15,3	14,6

Kapitálová přiměřenost Komerční banky s dostatečnou rezervou splňuje 8 % podmínku. Vývoj tohoto ukazatele kopíruje vývoj průměrné kapitálové přiměřenosti bankovního sektoru v České republice (podrobněji rozvedeno v podkapitole 3.2.5). Hodnoty kapitálové přiměřenosti Komerční banky se téměř shodují s průměrnými hodnotami bankovního sektoru ve všech letech s výjimkou roku 2011. V tomto roce činila kapitálová přiměřenost Komerční banky 14,6 %, zatímco průměr bankovního

sektoru činil 15,27 %. Vývoj a porovnání hodnot tohoto ukazatele je znázorněno v grafu 22.



Graf 22: Srovnání hodnot kapitálové přiměřenosti. Zdroj: Vlastní zpracování dle Výroční zprávy KB 2011 a údajů ČNB

4.2 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Vyvrcholením fundamentální analýzy Komerční banky, a. s. je stanovení vnitřní hodnoty její akcie. S pomocí znalosti vnitřní hodnoty akcie lze poté navrhnout investiční doporučení.

4.2.1 Vstupní parametry

Před samotným výpočtem vnitřní hodnoty akcie pomocí jednotlivých modelů, je nutno stanovit parametry, které budou do těchto modelů dosazovány. V následujícím textu budou tyto parametry stanoveny.

Bezriziková úroková míra (R_f) byla stanovena na úrovni 3,89 %. Tato míra byla stanovena jako historický průměr průměrných měsíčních výnosů 10-ti letých

státních dluhopisů od roku 2009. Přehled průměrných měsíčních výnosů těchto dluhopisů je uveden v příloze č. 2.

Beta faktor (β) byl nastaven na úroveň 1,18. Tato úroveň byla převzata z webových stránek profesora Damodarana (www.damodaran.com). Zde lze v záložce updated data nalézt beta faktor určený přímo pro Komerční banku.

Tržní výnosová míra (R_m) byla určena jako historický průměr meziročních změn indexu PX. Výnosová míra tedy činí 7,15 %. Vývoj hodnot indexu PX je zachycen v příloze č. 3.

Požadovaná výnosová míra (K_e) je stanovena pomocí modelu CAPM. Vzorec 2.6 pro výpočet modelu CAPM je uveden v podkapitole 2.6.3.2. Pomocí něj byla požadovaná výnosová míra stanovena na úroveň 7,74 %.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) byla v roce 2011 vyčíslena na 11,961 %. Rentabilita byla vypočtena jako podíl zisku po zdanění a vlastního kapitálu. Údaje potřebné pro výpočet tohoto ukazatele jsou uvedeny ve finančních výkazech společnosti, které jsou součástí přílohy č. 1.

Čistý zisk na akcii v roce 2011 činil 249,28 Kč. Jedná se o podíl zisku po zdanění náležejícího akcionářům a celkového počtu emitovaných akcií.

Ukazatel B nutný pro výpočet udržovacího růstového modelu je stanoven na úrovni 0,3581. Jedná se o podíl čistého zisku na akcii, který je snížen o **vyplacenou dividendu** (v roce 2011 je to 160 Kč), a čistého zisku na akcii.

Očekávaná míra růstu dividend (g) je stanovena podle **udržovacího růstového modelu**, který je definován vzorcem 2.7. Hodnota g tedy činí 4,28 %.

Očekávaný zisk po zdanění v příštím roce není snadné stanovit. Analýzou Výroční zprávy 2011 bylo zjištěno, že vedení Komerční banky očekává budoucí zisk

v závislosti na makroekonomickém vývoji. Toto tvrzení lze podložit výsledky z minulých let. V letech, kdy ekonomika rostla, rostl i zisk Komerční banky. V době ekonomického propadu tomu bylo naopak – zisk klesl. Za posledních 5 let byl růst či pokles zisku průměrně pětinasobkem hodnoty meziročního růstu či poklesu reálného HDP (např. v roce 2008 stoupl meziročně zisk po zdanění o 17,6 %, přičemž ekonomika meziročně stoupla o 3,1 %, zisk po zdanění tedy vzrostl 5,68krát více než ekonomika). Výjimku tvoří rok 2011, kdy byla banka nucena odepsat řecké dluhopisy. Pro rok 2012 předpovídá Ministerstvo financí růst HDP na úrovni 0,2 %. Zisk po zdanění v roce 2012 je tedy stanoven takto: $(5 * \text{očekávaný růst HDP}) * \text{zisk po zdanění v roce 2011} + \text{zisk po zdanění v roce 2011}$. Hodnota očekávaného zisku po zdanění v roce 2012 je 9,57 miliardy Kč.

Při zachování současného počtu emitovaných akcií a výše uvedeného očekávaného zisku po zdanění se v roce 2012 počítá se **ziskem na jednu akcii** ve výši 251,78 Kč.

Provozní výnosy kopírují vývoj ekonomiky. Vedení společnosti očekává dle vyjádření ve Výroční zprávě 2011 výsledky v provozní činnosti v závislosti na makroekonomických faktorech. Očekávané provozní výnosy tedy byly stanoveny s ohledem na predikci Ministerstva financí. Pro rok 2012 jsou tedy provozní výnosy stanoveny jako 1,002 násobek hodnoty z roku 2011, tzn. 32,830 miliard.

Očekávaná výše provozních výnosů na akcii pro rok 2012 (S_1) pak při výše uvedené predikci provozních výnosů a zachování počtu emitovaných akcií činí 863,7 Kč.

Průměrná výše provozních výnosů za roky 2009, 2010 a 2011 činí 32,448 miliardy Kč. **Průměrná výše provozních výnosů za roky 2009, 2010 a 2011 na jednu akcii (S)** je 853,7 Kč.

Průměrný historický kurz akcie (P) byl vyčíslena jako průměr kurzů akcií Komerční banky ve SPADu za poslední tři roky (od 24. 4. 2009 do 26. 4. 2012). Toto

tříleté období bylo vybráno z toho důvodu, že zhruba od začátku března 2009 dochází k oživení obchodování po nástupu finanční krize. Průměrná cena akcie byla z hodnot uvedených v příloze č. 4 nastavena na 3 687 Kč.

Průměrná účetní hodnota akcie za roky 2009, 2010 a 2011 (BW) byla vyčíslena na 1 943 Kč. Jedná se o podíl průměrného vlastního kapitálu za tyto roky a celkového počtu emitovaných akcií.

Vlastní kapitál pro rok 2012 byl odhadnut ve výši 84,917 miliardy Kč. Tento odhad byl stanoven na základě údajů z minulých let, kdy za poslední čtyři roky stoupl vlastní kapitál vždy v průměru o 5,7 miliardy Kč. Na tomto růstu se vždy podílela položka *emisní ážio, rezervy a fondy*.

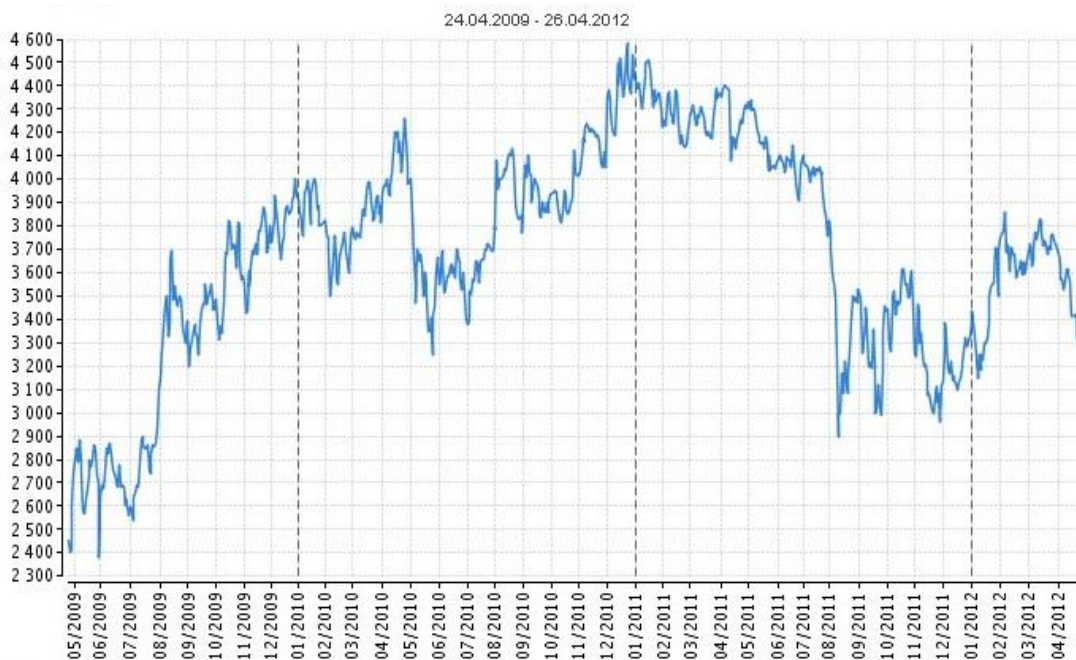
Očekávaná účetní hodnota akcie v roce 2012 (BW₁) bude při výše uvedené odhadnuté výši vlastního kapitálu a zachovaném počtu emitovaných akcií činit 2 234,1 Kč.

Průměrná historická cena dividend (D) byla stanovena ve výši 200 Kč. Jedná se o průměr za roky 2009, 2010 a 2011, kdy dividenda na jednu akcii Komerční banky činila 170, 270 a 160 Kč.

Očekávaná dividenda v roce 2012 (D₁) je stanovena jako součin dividendy z roku 2011 a očekávané míry růstu dividend (*g*). D₁ tedy činí 167 Kč.

Vnitřní hodnota akcie Komerční banky, a. s. je počítána **k 26. 4. 2012**. V tento den se ve SPADu na Burze cenných papírů Praha obchodovala za **3 460 Kč**.

Vývoj kurzu akcií Komerční banky za poslední tři roky je zachycen na následujícím obrázku 5.



Obrázek 5: Vývoj akcií KB ve SPADu od 24. 4. 2009 do 26. 4. 2012. Zdroj: (14)

4.2.2 Dividendový diskontní model

Při výpočtu vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu je uvažován její prodej čtyřech letech držení.

Nejprve je tedy nutno stanovit očekávané dividendy pro tyto čtyři roky. Ty stanovíme pomocí již zjištěné **očekávané míry růstu dividend (g)**. Vývoj výplat a očekávaných výplat dividend (označeny hvězdičkou) je uveden v tabulce 7.

Tabulka 7: Vývoj výplat a očekávaných výplat dividend. Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatel	2009	2010	2011	2012*	2013*	2014*	2015*
Dividenda (Kč)	170	270	160	167	174	181	189

V dalším kroku je pomocí vzorce 2.5 stanovena očekávaná prodejní cena ve čtvrtém roce (2015) držby akcie. Tato cena činí 5 462 Kč.

Výsledná vnitřní hodnota akcie vyčíslena pomocí vzorce 2.4 činí 4 643,5 Kč. Porovnáním s tržní cenou, která 26. 4. 2012 činila 3 460 Kč, můžeme akcii doporučit ke koupi. Tržní cena se totiž jeví jako podhodnocená.

4.2.3 Ziskové modely

Výpočet ziskových modelů je prováděn pomocí vzorce 2.10. Pro jeho použití je však nejprve nutné vyčíslit tzv. normální úroveň P/E_N . Tuto úroveň je nutné stanovit použitím vzorce 2.11.

Normální úroveň P/E_N je tímto postupem stanovena na úrovni 19,192. Nyní jsou již známy všechny proměnné ve vzorci 2.10 a je tedy možno přistoupit k výpočtu vnitřní hodnoty akcie.

Výsledná vnitřní hodnota akcie zjištěna pomocí vzorce 2.10 činí 4 832,1 Kč. Z výsledku vyplývá doporučení akci koupit, protože vypočtená vnitřní hodnota této akcie značně převyšuje její tržní cenu.

4.2.4 Historické modely

Pro výpočet historických modelů byly již všechny parametry nutné pro výpočty stanoveny v podkapitole 4.2.1. Lze tedy přejít rovnou k výpočtům jednotlivých vnitřních hodnot.

Výsledná vnitřní hodnota akcie stanovena pomocí modelu P/S je 3 730,2 Kč. Byl použit vzorec 2.12. Ve vzorci byly místo tržeb zvoleny pro banku vhodnější provozní výnosy.

Využitím vzorce 2.13 byla zjištěna výsledná vnitřní hodnota akcie u modelu P/D. Ta činí 3 078,6 Kč.

Výsledná vnitřní hodnota akcie určena pomocí vzorce 2.14 pro model P/BW dosahuje výše 4 239,4 Kč.

Modely P/S a P/BW stanovily vnitřní hodnotu akcie vyšší, než je její tržní cena. Akcii je dle těchto modelů výhodné koupit. Naopak vnitřní hodnota určená pomocí modelu P/D je nižší než tržní cena akcie, a proto je doporučeno akci nekupovat.

4.2.5 Model nadměrného výnosu

Rovněž pro tento model byla již všechna vstupní data určena v podkapitole 4.2.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí tohoto modelu se řídí vzorcem 2.16.

Výsledná vnitřní hodnota akcie vypočtena pomocí modelu nadměrného výnosu je 2 172,1 Kč. Srovnáním s tržní cenou akcie vychází doporučení akcii nekupovat.

4.2.6 Investiční doporučení

K výpočtu vnitřní hodnoty akcie byly využity čtyři typy modelů. Pomocí nich bylo získáno šest vnitřních hodnot akcie Komerční banky. Výsledky byly přehledně zapsány do následující tabulky 8.

Tabulka 8: Přehled vypočítaných vnitřních hodnot a jejich odchylek od tržní ceny. Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatel/Model	DDM	ZM	P/S	P/D	P/BW	MNV	Průměr
VH (Kč)	4643,5	4832,1	3730,2	3078,6	4239,4	2172,1	3782,7
Tržní cena (Kč)	3460						3460
Odchylka	34,21%	39,66%	7,81%	-11,02%	22,53%	-37,22%	9,33%

Z tabulky je patrné, že ve čtyřech případech vnitřní hodnota akcie převyšuje její tržní cenu. Tato tržní cena se tedy jeví jako podhodnocená a doporučuje se akcii nakoupit. U modelu nadměrného výnosu a modelu P/D, který patří do skupiny historických modelů, je naopak vnitřní hodnota akcie pod úrovní její tržní ceny, a proto je vhodné akcii nekupovat.

Výsledných šest vypočtených vnitřních hodnot akcie Komerční banky bylo zprůměrováno. **Průměrná vnitřní hodnota činí 3 782,7 Kč.** Tato průměrná vnitřní hodnota převyšuje tržní cenu akcie o 9,33 %, je tedy vhodné akcii koupit. Lze ovšem říci, že ne všechny modely mají stejnou vypovídací schopnost. Nejpoužívanějším a nejpropracovanějším z uvedených modelů je dividendový diskontní model. Vnitřní hodnota stanovená pomocí tohoto modelu překonává tržní cenu akcie o více než 34 % a v doporučení nakoupit akcii investora utvrzuje.

Na konečném investičním doporučení se podílí rovněž výsledky globální analýzy, odvětvové analýzy a finanční analýzy Komerční banky. Pro rok 2012 je očekáván jen minimální růst ekonomiky. Lepší vyhlídky jsou stanoveny pro rok 2013, kdy Česká národní banka očekává postupné oživení a růst reálného HDP až o 1,9 %. Bankovní sektor v České republice je ziskový. Hodnoty kapitálové přiměřenosti jsou na dostatečné úrovni a bankovní sektor i v době krize vykazoval dobré hodnoty a přesvědčoval o své stabilitě. Kapitálová přiměřenost Komerční banky se pohybuje v dostatečných hodnotách, podobně jako rentability průměrného vlastního kapitálu a průměrných aktiv. Banka je zisková a vyrovnala se i odpisem znehodnocených řeckých dluhopisů.

Z výše uvedeného shrnutí a z vypočítané průměrné vnitřní hodnoty akcie vyplývá doporučení akcií Komerční banky, a. s. nakoupit.

5 ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo provedení fundamentální analýzy akcií Komerční banky, a. s. Vypracovaná fundamentální analýza byla rozdělena do tří částí. V první části byl zkoumán vývoj makroekonomické situace České republiky, ve druhé pak dění v českém bankovním sektoru a v poslední části byla provedena finanční analýza Komerční banky a byla vyčíslena vnitřní hodnota její akcie. Na základě výsledků těchto tří částí bylo navrženo investiční doporučení.

Výsledky globální analýzy hovoří o tom, že Česká ekonomika zaznamenávala až do roku 2008 meziroční růsty reálného domácího produktu. Následující rok byl však poznamenán celosvětovou krizí, která se nevyhnula ani České republice. Byl zaznamenán propad reálného HDP o 4,7 %. Růst ekonomiky však byl opět zaznamenán v dalších letech. V letošním roce je odhadován pouze nepatrný, případně vůbec žádný, růst ekonomiky. Rok 2013 by však již měl vykázat hodnoty růstu reálného HDP nad úroveň 1 % (konkrétně dle Ministerstva financí 1,3 % a dle ČNB 1,9 %).

Odvětvová analýza zkoumala bankovní sektor České republiky. V samém úvodu byl bankovní sektor stručně charakterizován a byly vymezeny orgány a legislativa regulující podnikání v bankovní sféře. V další fázi pak byly zanalyzovány ukazatele ziskovosti sektoru, kapitálové přiměřenosti bank, vývoje poskytování úvěrů bankami a zaměstnanosti v sektoru. Z výsledků odvětvové analýzy lze vyvodit závěr, že český bankovní sektor se s ekonomickou krizí vyrovnal velmi dobře a v současné době ho lze považovat za stabilní. Sektor si zachovává stálou ziskovost a hodnoty kapitálové přiměřenosti bank značně převyšují požadované hodnoty dle dohody BASEL II. Zároveň se stále zvyšuje objem poskytovaných úvěrů bankami, především díky úvěrům pro domácnosti. V letech 2009 a 2010 došlo k nárůstu podílů úvěrů se selháním na celkovém objemu poskytnutých úvěrů. Nicméně v poslední době opět dochází k postupnému snižování tohoto podílu.

Podniková analýza si kladla za cíl zhodnotit finanční výkonnost Komerční banky pomocí základních ukazatelů a také určit vnitřní hodnotu akcie této banky.

Z výsledků finanční analýzy vyplynulo, že banka dosahuje velmi dobrých hodnot rentability průměrných aktiv a rentability průměrného vlastního kapitálu, a to i v roce 2011, kdy musela odepsat znehodnocené řecké dluhopisy. Dobrých výsledků je dosaženo rovněž u běžné likvidity a kapitálové přiměřenosti. Ta se pohybuje zhruba na úrovni průměru bankovního sektoru. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie byl zvolen dividendový diskontní model, ziskové modely, historické modely a model nadměrného výnosu. Užitím těchto modelů bylo získáno šest různých vnitřních hodnot, z nichž byla vypočtena jedna průměrná vnitřní hodnota. Tato výsledná vnitřní hodnota akcie Komerční banky činí 3 782,7 Kč a o 9,33 % převyšuje tržní cenu této akcie.

Vzhledem k výše popsaným výsledkům jednotlivých částí fundamentální analýzy je doporučeno akcie Komerční banky, a. s. nakoupit.

6 SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Knihy:

- (1) DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation*. New York: John Wiley & Sons, 1996. 1358 s. ISBN 0-471-75121-9.
- (2) GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, 2005. 174 s. ISBN 80-247-1205-9.
- (3) JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
- (4) MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- (5) PAVLÁT, V a kolektiv. *Kapitálové trhy*. 2. vydání. Praha: Professional Publishing, 2005. 318 s. ISBN 80-86419-87-8.
- (6) POLÁCH, J a kolektiv. *Základy kapitálových trhů*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 167 s. ISBN 80-248-1046-8.
- (7) REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. Ostrava: Key Publishing, 2008. 559 s. ISBN 978-80-87071-87-8.
- (8) REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press, 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- (9) VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Aspi, 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Elektronické zdroje:

- (10) *Aktuální prognóza ČNB.* [online]. 2012 [cit. 2012-05-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/.
- (11) *ČNB ponechá ve čtvrtek podle analytiků sazby opět beze změny.* [online]. 2012 [cit. 2012-05-05]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/350853-cnb-ponecha-ve-ctvrtek-podle-analytiku-sazby-opet-beze-zmeny/>.
- (12) *Diskontní sazba České národní banky.* [online]. 2009 [cit. 2012-03-27]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2009/091218_diskontni_sazba.html/.
- (13) *Finanční skupina KB.* [online]. 2011 [cit. 2012-01-21]. Dostupné z: <http://kb.cz/cs/o-bance/o-nas/skupina-komerni-banky/financni-skupina-kb.shtml>.
- (14) *Graf akcie Komerční banka.* [online]. 2012 [cit. 2012-05-06]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/graf/akcie-717-komercni-banka/>.
- (15) HOLMAN, R. *Český finanční sektor zůstává stabilní i v době recese.* [online]. 2010 [cit. 2012-04-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2010/cl_10_100520b.html.
- (16) KUČERA, P. *Zvýšit DPH a zmrazit důchody. Vláda chystá další škrty.* [online]. 2012 [cit. 2012-03-21]. Dostupné z: <http://aktualne.centrum.cz/ekonomika/penize/clanek.phtml?id=734843>.
- (17) LAUŠMANOVÁ, M. *Basel III může pozitivně ovlivnit řízení bank.* [online]. 2011 [cit. 2012-01-04]. Dostupné z: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-50251200-basel-iii-muze-pozitivne-ovlivnit-rizeni-bank>.

- (18) *Makroekonomická predikce České republiky*. [online]. 2012 [cit. 2012-05-02]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2012-Q2.pdf.
- (19) PAZDEROVÁ, M. *Průměrná míra inflace v roce 2008*. [online]. 2009 [cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <http://finexpert.e15.cz/prumerna-mira-inflace-v-roce-2008-dosahla-63->.
- (20) *Peněžní agregáty Eurozóny*. [online]. 2012 [cit. 2012-05-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harmonizace_mbs/harmonizace_mbs_agregaty.html#definice2.
- (21) *Průměrná míra nezaměstnanosti od roku 1997*. [online]. 2012 [cit. 2012-03-25]. Dostupné z: http://portal.mpsv.cz/sz/stat/nz/casove_rady/prumer_mn_od_97_portal.xls.
- (22) *Předběžný odhad čtvrtletního HDP*. [online]. 2012 [cit. 2012-03-26]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cpoh021512.doc>.
- (23) URBÁNEK, V. *Inflace v prosinci rostla o 0,2 %*. [online]. 2010 [cit. 2012-03-15]. Dostupné z: <http://zpravy.kurzy.cz/205950-cr-inflace-v-prosinci-rostla-o-0-2-prumer-za-rok-2009-1/>.
- (24) *Úplný výpis z obchodního rejstříku*. [online]. 2012 [cit. 2012-01-21]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a20712&typ=full&klic=TJk8b30joh0omCV1ckbF0A%3d%3d>.
- (25) *Výkonnost odvětví*. [online]. 2011 [cit. 2012-04-14]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2010ediciplan.nsf/t/550034D530/\\$File/e110910q403.pdf](http://www.czso.cz/csu/2010ediciplan.nsf/t/550034D530/$File/e110910q403.pdf).

- (26) *Výkonnost základních odvětví.* [online]. 2009 [cit. 2012-04-14]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/t/78002960FF/\\$File/04-1109-08-Q4.pdf](http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/t/78002960FF/$File/04-1109-08-Q4.pdf).
- (27) *Základní tendence.* [online]. 2010 [cit. 2012-04-14]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/E4002952C5/\\$File/01_1109-09-Q4.pdf](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/E4002952C5/$File/01_1109-09-Q4.pdf).

Ostatní zdroje:

- (28) Výroční zpráva Komerční banky za rok 2011

7 SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

Apod.	A podobně
Atd.	A tak dále
Č.	Číslo
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
DDM	Dividendový diskontní model
DPH	Daň z přidané hodnoty
EU	Evropská unie
HDP	Hrubý domácí produkt
KB	Komerční banka, a. s.
MNV	Model nadměrného výnosu
Např.	Například
OTC	Over the counter markets (obchody přes přepážku)
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate (Pražská mezibankovní nabídková sazba)
ROAA	Rentabilita průměrných aktiv
ROAE	Rentabilita průměrného vlastního kapitálu
SPAD	System pro podporu trhu akcií a dluhopisů (stěžejní akciový trh Burzy cenných papírů Praha, a. s.)
Tzn.	To znamená
Tzv.	Takzvaný
VH	Vnitřní hodnota akcie
ZM	Ziskový model

8 SEZNAM OBRÁZKŮ, GRAFŮ A TABULEK

Obrázky:

Obrázek 1: Členění investic.....	14
Obrázek 2: Členění finančního trhu.....	15
Obrázek 3: Členění trhu cenných papírů.....	18
Obrázek 4: Skupina Komerční banky, a. s.....	72
Obrázek 5: Vývoj akcií KB ve SPADu od 24. 4. 2009 do 26. 4. 2012.....	81

Grafy:

Graf 1: Vnitřní hodnota akcie a tržní cena akcie.....	24
Graf 2: Vývoj reálného HDP v ČR od roku 2006.....	44
Graf 3: Vývoj reálného HDP v Evropské unii od roku 2006.....	46
Graf 4: Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen od roku 2006.....	47
Graf 5: Vývoj inflace v ČR od začátku roku 2009.....	48
Graf 6: Prognóza inflace v ČR dle ČNB.....	49
Graf 7: Schodky státních rozpočtů ČR od roku 2001.....	50
Graf 8: Státní dluh České republiky od roku 1993.....	51
Graf 9: Tempo růstu státního dluhu ČR.....	52
Graf 10: Vývoj úrokových sazeb ČNB.....	53
Graf 11: Vývoj průměrných ročních sazeb PRIBOR.....	55
Graf 12: Tempo růstu peněžních agregátů.....	57
Graf 13: Vývoj počtu bank v ČR od roku 2008.....	59
Graf 14: Ziskovost bankovního sektoru ČR po zdanění od roku 2008.....	62
Graf 15: Celkový objem poskytnutých úvěrů bankami od roku 2008.....	63
Graf 16: Podíl úvěrů se selháním na celkovém objemu úvěrů od roku 2008.....	65
Graf 17: Vývoj kapitálové přiměřenosti bankovního sektoru v ČR do roku 2008.....	66
Graf 18: Evidenční stav zaměstnanců v bankovním sektoru od roku 2008.....	67
Graf 19: Vývoj průměrného počtu zaměstnanců Komerční banky, a. s.....	70

Graf 20: Struktura akcionářů Komerční banky, a. s.	71
Graf 21: Ukazatelé rentability od roku 2008.	75
Graf 22: Srovnání hodnot kapitálové přiměřenosti.....	77

Tabulky:

Tabulka 1: Charakteristika Komerční banky, a. s.....	70
Tabulka 2: Seznam členů představenstva společnosti k 22. 4. 2012.	73
Tabulka 3: Seznam členů představenstva společnosti k 31. 12. 2011.....	73
Tabulka 4: Ukazatelé rentability.....	74
Tabulka 5: Běžná likvidita.	76
Tabulka 6: Kapitálová přiměřenost.....	76
Tabulka 7: Vývoj výplat a očekávaných výplat dividend.....	81
Tabulka 8: Přehled vypočítaných vnitřních hodnot a jejich odchylek od tržní ceny.....	83

9 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1	Finanční výkazy Komerční banky, a. s. za roky 2007 až 2011
Příloha č. 2	Přehled průměrných hrubých měsíčních výnosů 10-ti letých státních dluhopisů České republiky od roku 2009
Příloha č. 3	Přehled meziročních změn hodnot indexu PX od roku 1994
Příloha č. 4	Přehled kurzů akcií Komerční banky, a. s. obchodovaných ve SPADu za poslední tři roky

Příloha č. 1

Finanční výkazy Komerční banky, a. s. za roky 2007 až 2011

Konsolidované výkazy zisků a ztrát					
Položky (v milionech Kč)	2011	2010	2009	2008	2007
Čisté úrokové výnosy	22 190	21 431	22 088	21 262	18 790
Čisté poplatky a provize	7 305	7 725	7 745	8 050	7 756
Čistý zisk / (ztráta) z finančních operací	3 157	3 135	3 024	4 222	2 982
Ostatní výnosy	111	95	184	180	141
Čisté provozní výnosy	32 764	32 386	33 041	33 714	29 670
Personální náklady	-6 526	-6 076	-6 434	-6 320	-5 915
Všeobecné provozní náklady	-5 155	-4 967	-6 126	-6 606	-6 240
Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku	-1 809	-1 624	-1 468	-1 581	-1 474
Provozní náklady celkem	-13 490	-12 666	-14 027	-14 507	-13 629
Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika a daní z příjmů	19 274	19 720	19 013	19 207	16 041
Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám	-1 988	-3 115	-5 343	-2 816	-1 562
Tvorba opravných položek k cenným papírům	-5 355	8	6	-152	15
Tvorba rezerv a opravných položek k ostatním rizikům	19	7	-85	-3	250
Tvorba rezerv a opravných položek na ztráty z úvěrů, investic a ostatní rizika	-7 325	-3 100	-5 422	-2 970	-1 298
Zisk před výsledky z majetkových účastí daní z příjmů	11 949	16 620	13 591	16 237	14 743
Čistý zisk / (ztráta) z majetkových účastí	81	75	24	162	108
Podíl na zisku účastníků penzijního připojištění	-575	-621	-65	-142	-524
Zisk / (ztráta) před daní z příjmů	11 455	16 075	13 550	16 257	14 328
Daň z příjmů	-1 738	-2 665	-2 455	-3 024	-3 103
Čistý zisk / (ztráta)	9 717	13 410	11 095	13 233	11 225
Zisk náležející osobám s podílem na vlastním kapitálu Banky	9 475	13 330	11 007	13 161	11 188
Menšinový zisk / (ztráta)	243	80	87	72	37

Konsolidované rozvahy					
Položky (v milionech Kč)	2011	2010	2009	2008	2007
Hotovost a účty u centrálních bank	16 980	13 689	16 271	13 961	13 557
Pohledávky za bankami	101 393	112 179	131 271	146 098	201 090
Finanční aktiva oceněná reálnou hodnotou proti účtům nákladů a výnosů	34 927	34 003	24 442	43 993	31 911
Úvěry a pohledávky za klienty (čisté)	434 386	384 593	372 302	364 040	304 938
Realizovatelné cenné papíry	125 974	116 445	114 067	98 164	81 826
Cenné papíry držené do splatnosti	3 359	6 712	6 785	1 435	2 999
Goodwill	3 752	3 551	3 551	3 551	3 551
Ostatní aktiva	34 039	26 841	26 347	27 802	21 947
Celková aktiva	754 810	698 014	695 037	699 044	661 819

Závazky vůči bankám	37 454	29 073	18 739	11 114	12 266
Závazky vůči klientům	560 700	538 051	551 808	554 570	540 230
<i>z toho: Závazky vůči klientům PF KB</i>	<i>30 998</i>	<i>29 397</i>	<i>27 308</i>	<i>25 945</i>	<i>23 217</i>
Finanční pasiva oceněná reálnou hodnotou proti účtům nákladů a výnosů	24 061	13 673	12 273	20 154	7 723
Emitované cenné papíry	18 338	17 431	18 172	24 128	27 917
Podřízený dluh	6 002	6 001	6 001	6 003	6 004
Ostatní pasiva	26 404	17 706	19 290	20 100	17 025
Celková pasiva	672 959	621 936	626 284	636 070	611 164
Vlastní kapitál					
Základní kapitál	19 005	19 005	19 005	19 005	19 005
Emisní ážio, rezervy a fondy	60 212	55 774	48 529	42 837	30 589
Menšinový vlastní kapitál	2 633	1 299	1 219	1 132	1 060
Celkový vlastní kapitál	81 850	76 078	68 753	62 974	50 654
Pasiva a vlastní kapitál celkem	754 810	698 014	695 037	699 044	661 819

Příloha č. 2

Přehled průměrných hrubých měsíčních výnosů 10-ti letých státních dluhopisů České republiky od roku 2009

Rok	Měsíc	Hr. výnos (%)	Rok	Měsíc	Hr. Výnos (%)
2009	leden	4,01	2011	leden	3,83
	únor	4,57		únor	3,9
	březen	5,06		březen	3,86
	duben	5,25		duben	3,89
	květen	5,05		květen	3,68
	červen	5,43		červen	3,58
	červenec	5,35		červenec	3,6
	srpen	4,86		srpen	3,19
	září	4,74		září	2,75
	říjen	4,15		říjen	2,95
	listopad	3,9		listopad	3,47
	prosinec	3,68		prosinec	3,43
2010	leden	4,02	2012	leden	3,16
	únor	4,06		únor	2,89
	březen	3,76		březen	3,01
	duben	3,68	Průměr		3,89
	květen	3,91			
	červen	4,11			
	červenec	3,82			
	srpen	3,4			
	září	3,22			
	říjen	3,31			
	listopad	3,48			
	prosinec	3,75			

Příloha č. 3

Přehled meziročních změn hodnot indexu PX od roku 1994

Rok	Hodnota indexu PX na konci roku	Meziroční změna
1994	557,2	x
1995	425,9	-23,56%
1996	539,6	26,70%
1997	495,3	-8,21%
1998	394,2	-20,41%
1999	489,7	24,23%
2000	478,5	-2,29%
2001	394,6	-17,53%
2002	460,7	16,75%
2003	659,1	43,06%
2004	1032	56,58%
2005	1473	42,73%
2006	1588,9	7,87%
2007	1815,1	14,24%
2008	858,2	-52,72%
2009	1117,3	30,19%
2010	1224,8	9,62%
2011	911,1	-25,61%
Průměr		7,15%

Příloha č. 4

Přehled kurzů akcií Komerční banky, a. s. obchodovaných ve SPADu za poslední tři roky

Datum	Cena (Kč)	Datum	Cena (Kč)	Datum	Cena (Kč)	Datum	Cena (Kč)
26.4.2012	3460	28.7.2011	3842	26.10.2010	4030	27.1.2010	3800
25.4.2012	3424	27.7.2011	3870	25.10.2010	4125	26.1.2010	3800
24.4.2012	3350	26.7.2011	3938	22.10.2010	3917	25.1.2010	3890
23.4.2012	3315	25.7.2011	4030	21.10.2010	3904	22.1.2010	3870
20.4.2012	3420	22.7.2011	4025	20.10.2010	3864	21.1.2010	3990
19.4.2012	3410	21.7.2011	4050	19.10.2010	3849	20.1.2010	4000
18.4.2012	3410	20.7.2011	4040	18.10.2010	3871	19.1.2010	3970
17.4.2012	3410	19.7.2011	4045	15.10.2010	3925	18.1.2010	3934
16.4.2012	3561	18.7.2011	4017	14.10.2010	3950	15.1.2010	3805
13.4.2012	3595	15.7.2011	4050	13.10.2010	3865	14.1.2010	3920
12.4.2012	3615	14.7.2011	4021	12.10.2010	3815	13.1.2010	3995
11.4.2012	3611	13.7.2011	4040	11.10.2010	3829	12.1.2010	3955
10.4.2012	3563	12.7.2011	3985	8.10.2010	3870	11.1.2010	3942
6.4.2012	3529	11.7.2011	4038	7.10.2010	3929	8.1.2010	3760
5.4.2012	3570	8.7.2011	4057	6.10.2010	3943	7.1.2010	3800
4.4.2012	3569	7.7.2011	4056	5.10.2010	3950	6.1.2010	3815
3.4.2012	3629	4.7.2011	4075	4.10.2010	3945	5.1.2010	3860
2.4.2012	3680	1.7.2011	4100	1.10.2010	3940	4.1.2010	3915
30.3.2012	3701	30.6.2011	4090	30.9.2010	3936	30.12.2009	3929
29.3.2012	3725	29.6.2011	4050	29.9.2010	3900	29.12.2009	4000
28.3.2012	3735	28.6.2011	3910	27.9.2010	3855	28.12.2009	3920
27.3.2012	3765	27.6.2011	3935	24.9.2010	3898	23.12.2009	3905
26.3.2012	3759	24.6.2011	3990	23.9.2010	3859	22.12.2009	3881
23.3.2012	3703	23.6.2011	3995	22.9.2010	3865	21.12.2009	3860
22.3.2012	3715	22.6.2011	4072	21.9.2010	3900	18.12.2009	3850
21.3.2012	3680	21.6.2011	4148	20.9.2010	3839	17.12.2009	3890
20.3.2012	3716	20.6.2011	4052	17.9.2010	3860	16.12.2009	3870
19.3.2012	3736	17.6.2011	4080	16.9.2010	3920	15.12.2009	3800
16.3.2012	3715	16.6.2011	4080	15.9.2010	3970	14.12.2009	3750
15.3.2012	3775	15.6.2011	4117	14.9.2010	3990	11.12.2009	3732
14.3.2012	3820	14.6.2011	4090	13.9.2010	4000	10.12.2009	3655
13.3.2012	3832	13.6.2011	4094	10.9.2010	3950	9.12.2009	3720
12.3.2012	3782	10.6.2011	4060	9.9.2010	3904	8.12.2009	3800
9.3.2012	3745	9.6.2011	4033	8.9.2010	4015	7.12.2009	3870
8.3.2012	3775	8.6.2011	4074	7.9.2010	4026	4.12.2009	3930
7.3.2012	3710	7.6.2011	4080	6.9.2010	4100	3.12.2009	3840
6.3.2012	3654	6.6.2011	4075	3.9.2010	4010	2.12.2009	3773
5.3.2012	3630	3.6.2011	4100	2.9.2010	4060	1.12.2009	3730
2.3.2012	3719	2.6.2011	4089	1.9.2010	3901	30.11.2009	3800
1.3.2012	3695	1.6.2011	4090	31.8.2010	3770	27.11.2009	3710
29.2.2012	3660	31.5.2011	4071	30.8.2010	3842	26.11.2009	3685
28.2.2012	3607	30.5.2011	4047	27.8.2010	3835	25.11.2009	3760
27.2.2012	3595	27.5.2011	4057	26.8.2010	3830	24.11.2009	3855

24.2.2012	3640	26.5.2011	4052	25.8.2010	3854	23.11.2009	3880
23.2.2012	3595	25.5.2011	4044	24.8.2010	3900	20.11.2009	3820
22.2.2012	3650	24.5.2011	4100	23.8.2010	4076	19.11.2009	3782
21.2.2012	3614	23.5.2011	4040	20.8.2010	4085	18.11.2009	3777
20.2.2012	3605	20.5.2011	4150	19.8.2010	4130	16.11.2009	3705
17.2.2012	3575	19.5.2011	4184	18.8.2010	4100	13.11.2009	3690
16.2.2012	3590	18.5.2011	4130	17.8.2010	4110	12.11.2009	3720
15.2.2012	3677	17.5.2011	4160	16.8.2010	4080	11.11.2009	3676
14.2.2012	3680	16.5.2011	4152	13.8.2010	4035	10.11.2009	3691
13.2.2012	3710	13.5.2011	4160	12.8.2010	4045	9.11.2009	3626
10.2.2012	3606	12.5.2011	4180	11.8.2010	4030	6.11.2009	3539
9.2.2012	3714	11.5.2011	4205	10.8.2010	4010	5.11.2009	3610
8.2.2012	3724	10.5.2011	4235	9.8.2010	4001	4.11.2009	3435
7.2.2012	3687	9.5.2011	4292	6.8.2010	4000	3.11.2009	3427
6.2.2012	3860	6.5.2011	4300	5.8.2010	3957	2.11.2009	3550
3.2.2012	3780	5.5.2011	4295	4.8.2010	4080	30.10.2009	3583
2.2.2012	3763	4.5.2011	4335	3.8.2010	3785	29.10.2009	3570
1.2.2012	3750	3.5.2011	4300	2.8.2010	3790	27.10.2009	3646
31.1.2012	3699	2.5.2011	4330	30.7.2010	3695	26.10.2009	3800
30.1.2012	3500	29.4.2011	4305	29.7.2010	3695	23.10.2009	3813
27.1.2012	3695	28.4.2011	4319	28.7.2010	3710	22.10.2009	3621
26.1.2012	3710	27.4.2011	4279	27.7.2010	3720	21.10.2009	3714
25.1.2012	3560	26.4.2011	4239	26.7.2010	3720	20.10.2009	3720
24.1.2012	3550	22.4.2011	4255	23.7.2010	3700	19.10.2009	3699
23.1.2012	3538	21.4.2011	4250	22.7.2010	3700	16.10.2009	3795
20.1.2012	3500	20.4.2011	4200	21.7.2010	3659	15.10.2009	3800
19.1.2012	3395	19.4.2011	4180	20.7.2010	3655	14.10.2009	3821
18.1.2012	3320	18.4.2011	4128	19.7.2010	3650	13.10.2009	3680
17.1.2012	3295	15.4.2011	4175	16.7.2010	3555	12.10.2009	3683
16.1.2012	3295	14.4.2011	4150	15.7.2010	3640	9.10.2009	3461
13.1.2012	3225	13.4.2011	4182	14.7.2010	3611	8.10.2009	3370
12.1.2012	3250	12.4.2011	4080	13.7.2010	3651	7.10.2009	3338
11.1.2012	3186	11.4.2011	4382	12.7.2010	3566	6.10.2009	3370
10.1.2012	3245	8.4.2011	4390	9.7.2010	3572	5.10.2009	3313
9.1.2012	3150	7.4.2011	4399	8.7.2010	3510	2.10.2009	3393
6.1.2012	3243	6.4.2011	4405	7.7.2010	3519	1.10.2009	3486
5.1.2012	3319	5.4.2011	4395	2.7.2010	3402	30.9.2009	3440
4.1.2012	3384	4.4.2011	4390	1.7.2010	3378	29.9.2009	3440
3.1.2012	3435	1.4.2011	4351	30.6.2010	3400	25.9.2009	3475
2.1.2012	3385	31.3.2011	4369	29.6.2010	3500	24.9.2009	3550
30.12.2011	3330	30.3.2011	4369	28.6.2010	3599	23.9.2009	3516
29.12.2011	3308	29.3.2011	4342	25.6.2010	3526	22.9.2009	3489
28.12.2011	3283	28.3.2011	4386	24.6.2010	3574	21.9.2009	3460
27.12.2011	3319	25.3.2011	4327	23.6.2010	3644	18.9.2009	3550
23.12.2011	3265	24.3.2011	4270	22.6.2010	3665	17.9.2009	3480
22.12.2011	3212	23.3.2011	4174	21.6.2010	3700	16.9.2009	3465
21.12.2011	3190	22.3.2011	4180	18.6.2010	3575	15.9.2009	3440
20.12.2011	3150	21.3.2011	4205	17.6.2010	3620	14.9.2009	3386
19.12.2011	3135	18.3.2011	4200	16.6.2010	3600	11.9.2009	3250
16.12.2011	3100	17.3.2011	4190	15.6.2010	3635	10.9.2009	3330

15.12.2011	3125	16.3.2011	4200	14.6.2010	3628	9.9.2009	3340
14.12.2011	3135	15.3.2011	4270	11.6.2010	3585	8.9.2009	3380
13.12.2011	3155	14.3.2011	4291	10.6.2010	3585	7.9.2009	3355
12.12.2011	3144	11.3.2011	4309	9.6.2010	3538	4.9.2009	3315
9.12.2011	3220	10.3.2011	4269	8.6.2010	3538	3.9.2009	3286
8.12.2011	3170	9.3.2011	4275	7.6.2010	3514	2.9.2009	3201
7.12.2011	3194	8.3.2011	4240	4.6.2010	3660	1.9.2009	3380
6.12.2011	3320	7.3.2011	4230	3.6.2010	3690	31.8.2009	3390
5.12.2011	3385	4.3.2011	4279	2.6.2010	3600	28.8.2009	3300
2.12.2011	3280	3.3.2011	4314	1.6.2010	3550	27.8.2009	3330
1.12.2011	3135	2.3.2011	4285	31.5.2010	3667	26.8.2009	3370
30.11.2011	3118	1.3.2011	4270	28.5.2010	3610	25.8.2009	3483
29.11.2011	2960	28.2.2011	4250	27.5.2010	3450	24.8.2009	3500
28.11.2011	3083	25.2.2011	4210	26.5.2010	3420	21.8.2009	3460
25.11.2011	3050	24.2.2011	4145	25.5.2010	3250	20.8.2009	3459
24.11.2011	3115	23.2.2011	4139	24.5.2010	3403	19.8.2009	3480
23.11.2011	3065	22.2.2011	4145	21.5.2010	3350	18.8.2009	3545
22.11.2011	2995	21.2.2011	4191	20.5.2010	3350	17.8.2009	3484
21.11.2011	3014	18.2.2011	4150	19.5.2010	3500	14.8.2009	3692
18.11.2011	3050	17.2.2011	4160	18.5.2010	3600	13.8.2009	3649
16.11.2011	3081	16.2.2011	4229	17.5.2010	3545	12.8.2009	3390
15.11.2011	3075	15.2.2011	4369	14.5.2010	3500	11.8.2009	3330
14.11.2011	3160	14.2.2011	4378	13.5.2010	3634	10.8.2009	3500
11.11.2011	3203	11.2.2011	4237	12.5.2010	3680	7.8.2009	3460
10.11.2011	3196	10.2.2011	4245	11.5.2010	3652	6.8.2009	3375
9.11.2011	3249	9.2.2011	4270	10.5.2010	3700	5.8.2009	3271
8.11.2011	3345	8.2.2011	4285	7.5.2010	3470	4.8.2009	3150
7.11.2011	3300	7.2.2011	4376	6.5.2010	3557	3.8.2009	3150
4.11.2011	3429	4.2.2011	4355	5.5.2010	3650	31.7.2009	3097
3.11.2011	3460	3.2.2011	4230	4.5.2010	3850	30.7.2009	2935
2.11.2011	3240	2.2.2011	4255	3.5.2010	4000	29.7.2009	2870
1.11.2011	3259	1.2.2011	4250	30.4.2010	3990	28.7.2009	2856
31.10.2011	3466	31.1.2011	4221	29.4.2010	3980	27.7.2009	2860
27.10.2011	3610	28.1.2011	4300	28.4.2010	4051	24.7.2009	2825
26.10.2011	3560	27.1.2011	4370	27.4.2010	4180	23.7.2009	2742
25.10.2011	3509	26.1.2011	4365	26.4.2010	4259	22.7.2009	2751
24.10.2011	3489	25.1.2011	4340	23.4.2010	4111	21.7.2009	2860
21.10.2011	3550	24.1.2011	4334	22.4.2010	4029	20.7.2009	2849
20.10.2011	3550	21.1.2011	4378	21.4.2010	4156	17.7.2009	2850
19.10.2011	3617	20.1.2011	4310	20.4.2010	4116	16.7.2009	2862
18.10.2011	3614	19.1.2011	4390	19.4.2010	4200	15.7.2009	2900
17.10.2011	3500	18.1.2011	4474	16.4.2010	4180	14.7.2009	2880
14.10.2011	3480	17.1.2011	4510	15.4.2010	4200	13.7.2009	2790
13.10.2011	3465	14.1.2011	4500	14.4.2010	4115	10.7.2009	2680
12.10.2011	3477	13.1.2011	4494	13.4.2010	4020	9.7.2009	2691
11.10.2011	3420	12.1.2011	4440	12.4.2010	3971	8.7.2009	2651
10.10.2011	3522	11.1.2011	4374	9.4.2010	3933	7.7.2009	2641
7.10.2011	3494	10.1.2011	4300	8.4.2010	3934	3.7.2009	2540
6.10.2011	3439	7.1.2011	4345	7.4.2010	4000	2.7.2009	2578
5.10.2011	3265	6.1.2011	4410	6.4.2010	3975	1.7.2009	2595

4.10.2011	3300	5.1.2011	4392	2.4.2010	3975	30.6.2009	2560
3.10.2011	3441	4.1.2011	4420	1.4.2010	3940	29.6.2009	2600
30.9.2011	3436	3.1.2011	4439	31.3.2010	3815	26.6.2009	2634
29.9.2011	3455	30.12.2010	4435	30.3.2010	3889	25.6.2009	2605
27.9.2011	3350	29.12.2010	4529	29.3.2010	3851	24.6.2009	2680
26.9.2011	3190	28.12.2010	4365	26.3.2010	3930	23.6.2009	2687
23.9.2011	2990	27.12.2010	4398	25.3.2010	3910	22.6.2009	2685
22.9.2011	3028	23.12.2010	4450	24.3.2010	3830	19.6.2009	2775
21.9.2011	3120	22.12.2010	4583	23.3.2010	3820	18.6.2009	2683
20.9.2011	3022	21.12.2010	4530	22.3.2010	3856	17.6.2009	2705
19.9.2011	2999	20.12.2010	4405	19.3.2010	3900	16.6.2009	2710
16.9.2011	3200	17.12.2010	4350	18.3.2010	3990	15.6.2009	2740
15.9.2011	3355	16.12.2010	4458	17.3.2010	3990	12.6.2009	2752
14.9.2011	3190	15.12.2010	4515	16.3.2010	3939	11.6.2009	2820
13.9.2011	3215	14.12.2010	4410	15.3.2010	3840	10.6.2009	2870
12.9.2011	3200	13.12.2010	4497	12.3.2010	3860	9.6.2009	2850
9.9.2011	3350	10.12.2010	4329	11.3.2010	3870	8.6.2009	2823
8.9.2011	3446	9.12.2010	4190	10.3.2010	3820	5.6.2009	2850
7.9.2011	3400	8.12.2010	4197	9.3.2010	3752	4.6.2009	2740
6.9.2011	3310	7.12.2010	4220	8.3.2010	3755	3.6.2009	2672
5.9.2011	3254	6.12.2010	4293	5.3.2010	3775	2.6.2009	2690
2.9.2011	3485	3.12.2010	4330	4.3.2010	3745	1.6.2009	2640
1.9.2011	3512	2.12.2010	4380	3.3.2010	3760	29.5.2009	2379
31.8.2011	3530	1.12.2010	4350	2.3.2010	3770	28.5.2009	2695
30.8.2011	3471	30.11.2010	4050	1.3.2010	3792	27.5.2009	2731
29.8.2011	3489	29.11.2010	4115	26.2.2010	3750	26.5.2009	2840
26.8.2011	3480	26.11.2010	4048	25.2.2010	3600	25.5.2009	2863
25.8.2011	3500	25.11.2010	4075	24.2.2010	3650	22.5.2009	2793
24.8.2011	3400	24.11.2010	4070	23.2.2010	3695	21.5.2009	2766
23.8.2011	3265	23.11.2010	4160	22.2.2010	3702	20.5.2009	2799
22.8.2011	3180	22.11.2010	4190	19.2.2010	3770	19.5.2009	2732
19.8.2011	3082	19.11.2010	4182	18.2.2010	3730	18.5.2009	2674
18.8.2011	3130	18.11.2010	4199	17.2.2010	3699	15.5.2009	2630
17.8.2011	3220	16.11.2010	4199	16.2.2010	3666	14.5.2009	2555
16.8.2011	3085	15.11.2010	4210	15.2.2010	3550	13.5.2009	2580
15.8.2011	3170	12.11.2010	4219	12.2.2010	3580	12.5.2009	2750
12.8.2011	2999	11.11.2010	4200	11.2.2010	3650	11.5.2009	2791
11.8.2011	3000	10.11.2010	4220	10.2.2010	3761	7.5.2009	2880
10.8.2011	2900	9.11.2010	4239	9.2.2010	3653	6.5.2009	2788
9.8.2011	3230	8.11.2010	4220	8.2.2010	3571	5.5.2009	2844
8.8.2011	3500	5.11.2010	4160	5.2.2010	3500	4.5.2009	2800
5.8.2011	3560	4.11.2010	4170	4.2.2010	3701	30.4.2009	2740
4.8.2011	3600	3.11.2010	4099	3.2.2010	3752	29.4.2009	2612
3.8.2011	3690	2.11.2010	4034	2.2.2010	3761	28.4.2009	2418
2.8.2011	3770	1.11.2010	4019	1.2.2010	3819	27.4.2009	2404
1.8.2011	3820	29.10.2010	4015	29.1.2010	3815	24.4.2009	2455
29.7.2011	3759	27.10.2010	4025	28.1.2010	3809		
Průměr							3687