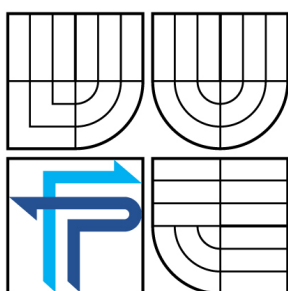




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
ÚSTAV MANAGEMENTU

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT  
INSTITUTE OF MANAGEMENT

## FINANČNÍ INVESTICE PODNIKU

FINANCIAL INVESTMENT OF THE COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. JAN ROH

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. OLDŘICH REJNUŠ, CSc.

BRNO 2009

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

**Roh Jan, Bc.**

---

Řízení a ekonomika podniku (6208T097)

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:

**Finanční investice podniku**

v anglickém jazyce:

**Financial Investment of the Company**

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení a jejich přínos

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

REJNUŠ, O.: Finanční trhy, Ostrava, Key Publishing, 2008. ISBN 978-80-87071-87-8

VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, Praha, Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-38-6

ROSE, P. S.: Money and capital markets, Fourth edition, Boston, IRWIN, 1992. ISBN 0-256-08300-2

MISHKIN, F. S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 7.th Edition, Boston, Addison-Wesley, 2004. ISBN 0-321-12235-6

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2008/2009.

L.S.

---

PhDr. Martina Rašticová, Ph.D.  
Ředitel ústavu

---

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

V Brně, dne 26.04.2009

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zabývá analýzou investičních možností v ČR. Zaměřuje se na český akciový a dluhopisový trh. Cílem práce je zvolit vhodnou finanční investici podniku s ohledem na jeho investiční strategii a soudobou ekonomickou situaci s přihlédnutím k aktuálním podmínkám existujícím na finančním trhu.

## **Abstract**

Diploma thesis deals with analysis of investment possibilities in the Czech Republic. It is focused on Czech stock market and Czech bond market. The aim of this thesis is to make an appropriate choice for financial investment of the enterprise with regard to its investment strategy and present economic situation, paying regard to circumstances that currently exist on financial market.

## **Klíčová slova**

Investice, finanční trhy.

## **Key words**

Investment, financial markets.

## **Bibliografická citace**

ROH, J. *Finanční investice podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2009. 70 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

## Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma Finanční investice podniku jsem vypracoval samostatně s využitím informačních zdrojů, které jsou uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce.

Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že v souvislosti s vytvořením této práce jsem neporušil autorská práva třetích osob, zejména jsem nezasáhl nedovoleným způsobem do cizích autorských práv osobnostních a jsem si plně vědom následků porušení ustanovení § 11 a následujících autorského zákona č. 121/2000 Sb., včetně možných trestněprávních důsledků vyplývajících z ustanovení § 152 trestního zákona č. 140/1961 Sb.

V Brně dne 29.4.2009

.....

Jan Roh

## **Poděkování**

Rád bych poděkoval prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za čas, který mi věnoval a za jeho cenné rady a připomínky, které mi dopomohly k vytvoření této diplomové práce.

# Obsah

Úvod.....	10
<b>1 VYMEZENÍ PROBLÉMU, CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ.....</b>	<b>11</b>
<b>2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA FINANČNÍCH INVESTIC .....</b>	<b>13</b>
2.1 DEFINICE FINANČNÍCH INVESTIC .....	13
2.2 INVESTIČNÍ INSTRUMENTY .....	14
2.2.1 Základní investiční nástroje.....	17
2.3 „KLASICKÉ“ INVESTIČNÍ CENNÉ PAPÍRY .....	19
2.3.1 Podnikové akcie .....	19
2.3.2 Dluhopisy .....	22
2.4 TŘI ZÁKLADNÍ INDIVIDUÁLNÍ INVESTIČNÍ FAKTORY .....	25
2.4.1 Výnosnost.....	26
2.4.2 Rizikovost.....	26
2.4.3 Likvidita .....	29
<b>3 ANALÝZA SOUČASNÉ SITUACE NA FINANČNÍCH TRZÍCH .....</b>	<b>30</b>
<b>4 ANALÝZA SOUDOBÝCH INVESTIČNÍCH MOŽNOSTÍ V ČR.....</b>	<b>36</b>
4.1 PODNIKOVÉ AKCIE .....	36
4.1.1 CETV .....	37
4.1.2 Erste Bank .....	40
4.1.3 Komerční banka .....	43
4.1.4 ČEZ .....	45
4.1.5 Telefónica O2 CZ.....	48
4.1.6 NWR.....	50
4.2 DLUHOPISY .....	52
<b>5 VLASTNÍ VOLBA VHODNÉ INVESTIČNÍ VARIANTY.....</b>	<b>55</b>
5.1 ZHODNOCENÍ AKCIOVÝCH TITULŮ .....	55
5.1.1 Očekávaná zhodnocení akcií .....	56
5.1.2 Seřazení akcií dle očekávaných zhodnocení .....	61
5.2 ZHODNOCENÍ DLUHOPISŮ .....	62
5.3 VLASTNÍ NÁVRH .....	64
<b>6 ZÁVĚR.....</b>	<b>68</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....</b>	<b>70</b>



## Úvod

Cílem každého podniku je maximalizovat zisk. Toho lze dosáhnout mnoha různými způsoby. Jedním z možných způsobů je zhodnocování volných finančních prostředků, které má podnik k dispozici, formou investice do cenných papírů finančního trhu. Běžně jsou za tímto účelem využívány akcie a dluhopisy.

Investice volných finančních prostředků do cenných papírů je mají uchránit před vlivem inflace, případně umožnit dosažení dalšího zisku. Zda bude dosaženo dodatečného zisku, záleží na volbě investice, resp. investičním portfoliu.

Tato práce proto analyzuje možnosti, které na našem finančním trhu existují a s ohledem na množství volných peněz podniku a na časový horizont investice zvolit vhodnou investici.

Předpokladem je povědomí managementu podniku o současné situaci na finančním trhu, jeho ochotě investovat disponibilní prostředky dlouhodobě a schopnost pravidelně přehodnotit základní ukazatele investice proměnné v čase. Splnění těchto předpokladů umožní managementu podniku být lépe informován o stavu a vývoji zvolené investice.

Toto téma jsem si vybral, protože mě aktivní správa volných finančních prostředků podniku zajímá, a také abych ukázal, že lze zvolit takovou investici, která nejen sníží ztráty na reálné hodnotě finančních prostředků dočasně uložených na bankovním účtu, způsobené inflací, ale může přinést i zajímavé zisky.

# 1 Vymezení problému, cíle práce a metody zpracování

**Práce řeší situaci**, ve které se nachází podnik disponující dočasně volnými finančními prostředky. Má je uložené na běžném bankovním účtu a zamýšlí investici do nástrojů finančního trhu, zejména cenných papírů – akcií a dluhopisů. Investici chce provést za účelem ochrany těchto prostředků před vlivem inflace, případně dosáhnout i dodatečného zisku.

Předpokladem je, že finanční prostředky podniku mohou být uloženy do investičních nástrojů dlouhodobě, a to na dobu dvou až pěti let. Disponibilní prostředky jsou v řádech miliónů korun.

Vzhledem k současnému stavu a vývoji na finančním trhu je nutné podotknout, že management podniku i po důkladných analýzách finančního trhu respektuje situaci, jejíž vývoj je momentálně nejistý a je si vědom podstupovaného rizika.

Předpokládá se také, že management podniku bude pravidelně hodnotit základní ukazatele investice proměnné v čase, aby si upravil představu o očekávaných budoucích příjmech z investice.

**Cílem diplomové práce** je tedy zvolit vhodnou finanční investici podniku s ohledem na jeho investiční strategii a soudobou ekonomickou situaci s přihlédnutím k aktuálním podmínkám existujícím na finančním trhu.

Jelikož je práce navrhována s ohledem na nestabilní soudobou ekonomickou situaci, nevyklučuje možné operativní změny v umístění peněžních prostředků v závislosti na vývoji na trzích s využívanými investičními nástroji v budoucnu. Tato situace je jedním z důvodů, proč budou uvažovány především klasické cenné papíry, a to akcie a dluhopisy.

**Parciálními cíli** práce jsou:

- Analýza současné situace na finančních trzích.
- Analýza nabízených investičních možností na finančním trhu České republiky.
- Volba vhodné investiční varianty.

### **Použitá metodika:**

V teoretické části využívám metodu deskripce pro objasnění pojmu finančních investic a vymezení finančních investičních instrumentů. Blíže se soustředím na cenné papíry, a to podnikové akcie a dluhopisy.

Ke zpracování současné situace na trhu přistupuji metodou pozorování vývoje na finančních a jiných relevantních trzích, metodou dedukce ke zjištění faktorů ovlivňujících tento vývoj a dále metodou indukce k formulování predikce na základě uváděných dat a slovních hodnocení. Slovní hodnocení současné situace na trhu a hodnocení akciových titulů a dluhopisů vychází z informací, pocházejících především od renomovaných společností, kterým důvěřuji.

Co se týče akcií, používám metodu sledování relevantních informací o společnostech, nedávných zpráv, vztahujících se k jednotlivým akciím a cílových cen navrhovaných profesionálními analytiky.

K výpočtům očekávaných zhodnocení akcií využívám metodu současné hodnoty. Vycházím přitom z aktuálních a cílových cen akcií. Zhodnocení akcií poté vyjadřuji v procentech per annum, aby bylo možné mezi sebou porovnávat očekávaná zhodnocení akcií, jejichž tržní ceny se nacházejí v různých cenových hladinách. S využitím metody komparace pak řadím tituly sestupně podle očekávaného zhodnocení v budoucnosti.

V případě dluhopisů hodnotím vhodnost jejich nákupu především metodou indukce na základě znalosti prognózy úrokových sazeb centrální banky České republiky a aktuálních tržních cen vybraných dluhopisů.

V hodnocení je zobrazen také můj osobní přístup. Jak jsem uvedl, vycházím z analýz společností, kterým důvěřuji a jejichž výstupy jsem si měl možnost za dobu své praxe v investičním prostředí ověřit a považuji je tedy za dostatečně kvalitní.

Slovní hodnocení, číselné vyhodnocení a závěry, jsou poplatné k době jejich vypracování. Pokud není uvedeno jinak, poslední den, který jsem čerpal informace a prováděl na jejich základě hodnocení a závěry, byl 10. březen 2009.

## 2 Teoretická východiska finančních investic

**Finanční investicí** rozumíme výměnu peněžních prostředků, které má podnik aktuálně k dispozici, **za finanční investiční instrumenty**, jež mohou přinést podniku očekávaný zisk v budoucnu.

Pro rozhodování managementu podniku jako investora je zapotřebí mít k dispozici jistá teoretická východiska a porozumět specifikaci finančních investic, rozpoznat základní finanční investiční instrumenty a na určité se zaměřit. Budou jimi především „klasické“ cenné papíry, jakožto spolehlivé investiční nástroje, a to podnikové akcie a dluhopisy.

### 2.1 Definice finančních investic

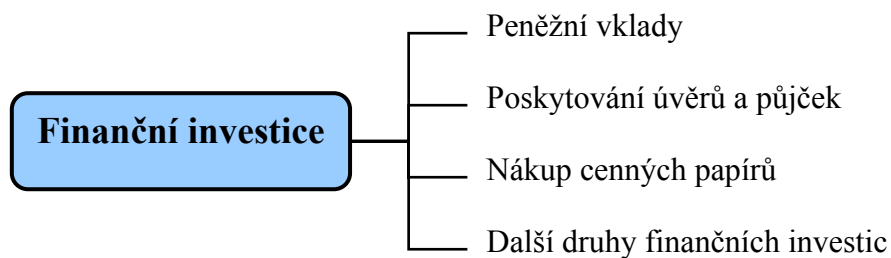
**Management podniku investuje tím způsobem, že za volné peněžní prostředky podniku pořizuje finanční investiční nástroje, od kterých očekává (ne zcela jisté) zhodnocení v budoucnosti.** Může tak učinit se záměrem držet tyto nástroje dlouhodobě nebo krátkodobě.

Management podniku zakoupením těchto aktiv získává **nárok na cash flow**<sup>1</sup>, které z nich plyne **nebo spekuluje na změnu jejich ceny**, aby je mohl se ziskem prodat. Oba přístupy bývají kombinovány.

**Nejčastěji** jde o pořizování nástrojů finančního trhu, které jsou obchodovatelné. Tedy například již zmíněné **cenné papíry**, a to **dluhopisy či podnikové akcie**.

---

<sup>1</sup> Peněžní tok, nebo také cash flow, je jednoduše řečeno příjem nebo výdej peněžních prostředků. Peněžní tok za určité období představuje tedy rozdíl mezi příjmy a výdaji peněžních prostředků za toto období. Zdroj [9].



**Obr. 2.1: Členění finančních investic. Zdroj [4].**

Tomu, kdo si **cenný papír** zakoupil a poskytl tak peněžní prostředky, bývají zaručena určitá **práva s ním spojená**. Například jsou to (dle zdroje [4]):

- Právo na navrácení majetku.
- Právo na předem určenou peněžní odměnu.
- Právo podílet se na zisku, který by měl být prostřednictvím příslušné finanční investice vytvořen.
- Právo podílet se vlastnický na majetku osoby, která si půjčila peníze.
- Právo rozhodovat nebo spolurozhodovat na konkrétním způsobu použití poskytnutých peněžních prostředků.

Pro komplexní představu je vhodné informovat, že kromě investic finančních existují ještě investice reálné. „Reálné investice jsou proti investicím finančním vždy vázány na určité konkrétní činnosti nebo předměty, mající charakter hmotných aktiv. Za nejdůležitější reálné investice jsou obecně považovány především investice do podnikání v oblasti výroby nebo služeb.“ [4]

## 2.2 Investiční instrumenty

Za peníze, které podnik na trhu nabízí, chce získat pro něj atraktivní **investiční aktiva**. „Ta lze definovat jako nároky na příjem nebo jmění, představované vlastnictvím určitých právních dokumentů. Svým vlastníkům **slibují především návratnost**, resp. **rozmnožení jimi investovaných peněžních prostředků v budoucnosti**, přičemž slouží i jako prostředek uchování hodnoty (kupní síly).“ [4]

Používáno je rozlišení investičních aktiv na následující dvě hlavní skupiny:

- **Finanční majetkové instrumenty**
- **Dluhové (dlužní) instrumenty**

- **Finanční majetkové instrumenty**

Představují doklad o vlastnictví. Jsou proto zpravidla **spojeny s nárokem na podíl na zisku, výnosech** apod., přičemž z nich mohou vyplývat i další práva (např. právo hlasovací apod.). Z používaných nástrojů sem lze zařadit **akcie**.

- **Dluhové (dlužní) instrumenty**

Jde o investiční instrumenty zaručující jejich majitelům **navrácení zapůjčených peněz a předem dohodnuté platby** pramenící z jejich zapůjčení – nejčastěji se jedná o úrok. Jedná se především o krátkodobé a dlouhodobé **dluhopisy** (obligace).

K dispozici je dnes již **celá řada finančních a dluhových investičních nástrojů**. Management podniku si tak může vybrat ze základních investičních nástrojů nebo zvolit nástroje, které jsou na základních nástrojích založené. Příkladem mohou být akcie jako základní instrument a pak fondy akciové, mající v portfoliu několik akciových titulů nebo jim podobné a v dnešní době se rozvíjející investiční certifikáty či akciové opce<sup>1</sup>, jako odvozené nástroje.

**S přihlédnutím k základním charakteristickým vlastnostem investičních nástrojů je lze rozdělit do následujících skupin** (skupiny dle zdroje [4]):

- **Základní (tzv. „klasické“) investiční nástroje**
- Termínové derivátové instrumenty
- Cenné papíry fondů kolektivního investování
- Strukturované produkty

---

<sup>1</sup> Opce – právo na koupi (kupní opce) nebo prodej (prodejní opce) předmětného investičního instrumentu (zde např. akcie). Opce jsou veřejně obchodovatelné.

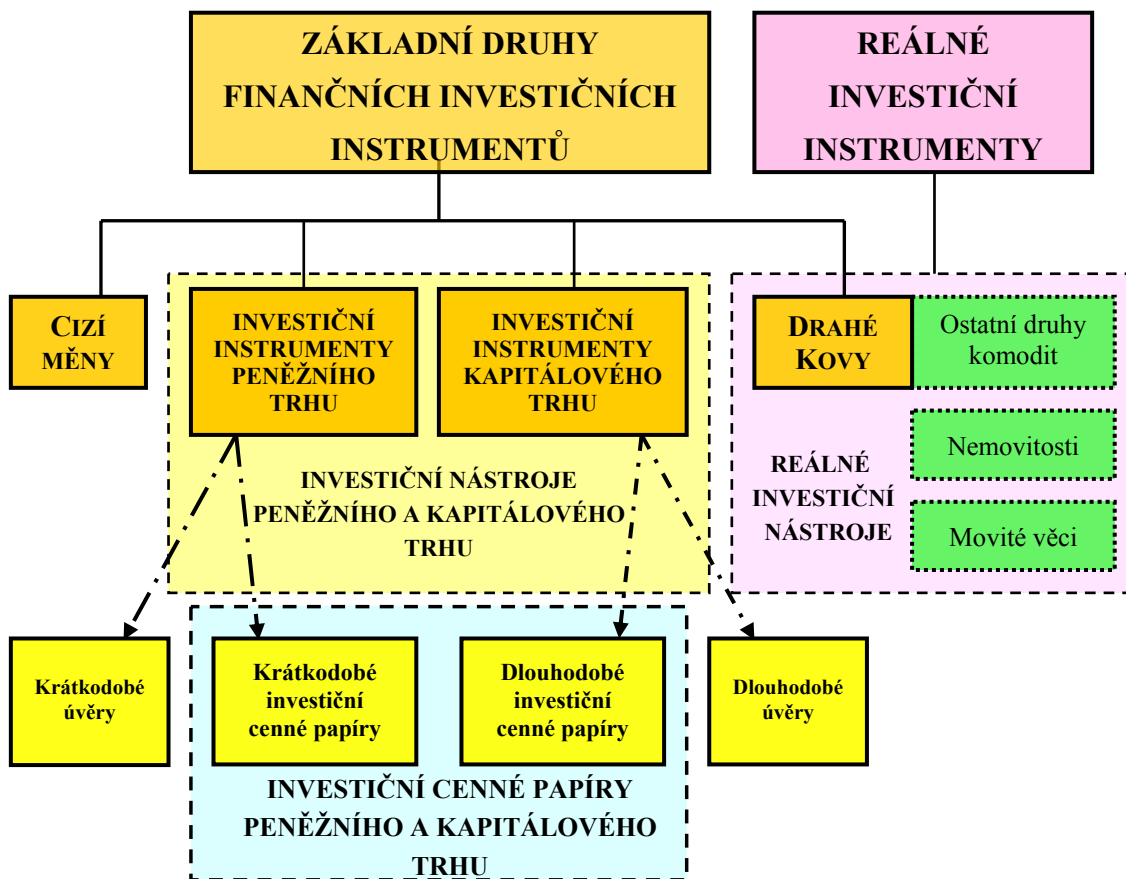
Jelikož **finanční investice podniku budou realizovány především pomocí základních investičních nástrojů, hlavně klasických cenných papírů, akcií a dluhopisů**, nebudou zbylé tři skupiny investičních nástrojů dále rozváděny. Mimoto, různorodost termínových derivátových instrumentů a strukturovaných produktů je velmi bohatá (téměř neomezená) a často i riziko s nimi spojené je mnohem vyšší než u nástrojů základních. Paleta možností investic do fondů kolektivního investování je taktéž široká, nicméně v drtivé většině nabízí pouze pevně daná portfolia (ať už založená na akciích, energiích nebo dluhopisech) s minimální možností jejich změny. Považuji je proto při daných podmínkách za relativně neflexibilní nástroj.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Podle mého názoru a osobních zkušeností je investice do podílových listů vhodná spíše pro investora s nižším stupněm odbornosti a pasivní účastí. V průběhu světové finanční krize se jen potvrdilo, že většina lidí, kteří mají ve fondech zainvestováno, nesleduje stav svého portfolia. Tito drobní investoři až se zpožděním a s hrůzou zjistili, jaké ztráty jim propady na burzách způsobily.

## 2.2.1 Základní investiční nástroje

Mezi základní investiční nástroje patří jak **finanční investiční nástroje**, tak reálné investiční nástroje. Přehledně jsou vyobrazeny na Obr. 2.2.



Obr. 2.2: Základní druhy (tzv. „klasických“) finančních a reálných investičních instrumentů. Zdroj [4].

Pro účely této práce budou dále rozebrány pouze finanční investiční nástroje.

### ▪ Investiční instrumenty peněžního a kapitálového trhu

Jde o **nejvýznamnější finanční instrumenty** vůbec. „Je tomu tak jednak proto, že jsou k zabezpečování depozitní a kreditní funkce finančního systému přímo určeny, jednak proto, že disponují tzv. „základními vlastnostmi“, které jsou následně obsaženy ve všech ostatních finančních investičních nástrojích, jež vznikají na jejich základě. Z toho také vyplývá nejvýznamnější společná charakteristická vlastnost, že **velikost**



**běžných výnosů plynoucích z jejich držby i vývoj jejich tržních cen (kurzů) nejsou „přímo závislé“ na žádných jiných investičních instrumentech.**

- **Úvěry (resp. „klasické“ vklady)** – lze charakterizovat jako individuálně uzavírané obchodní smlouvy týkající se poskytnutí určitých objemů peněžních prostředků na smluvně vymezená období a za vzájemně dohodnutých (zejména úrokových) podmínek. Z toho vyplývá, že se jedná o **smluvně sjednávané, nepřevoditelné a tedy i neobchodovatelné investiční instrumenty.**
- **„Klasické“ investiční cenné papíry** – lze jimi chápat **převoditelné a tudíž i obchodovatelné investiční instrumenty** peněžního a kapitálového trhu.“ [4]  
Na našem trhu se z této kategorie nejčastěji obchodují **akcie a dluhopisy** a také akcie a dluhopisy **budou využívány jako forma investice** v dalších částech této práce.

#### ▪ Cizí měny

Prostřednictvím nákupu či prodeje cizí měny lze spekulovat na změnu vzájemného kurzu dvou (a více) měn, spočívající buď v oslabení, nebo posílení jedné měny vůči měně druhé. Největším světovým trhem pro obchodování měn je FOREX (FOReign EXchange).

**Spekulace** na změnu kurzu **je** však především kvůli vlivu pákového efektu<sup>1</sup> **značně riziková a nebude** proto v návrzích **uvažována jako forma možné investice podniku.**

---

<sup>1</sup> Pákový efekt umožňuje investorovi pořídit podkladové aktivum za zlomek jeho ceny (v poměru páky, např. 1:10), na změnách této ceny však již participuje plně. U zmíněné páky 1:10 tak investor při poklesu kurzu o 10% ztrácí veškerý svůj vklad. Naopak při růstu o 10% dosáhne hrubého zisku 100%.

## 2.3 „Klasické“ investiční cenné papíry

Jak již bylo uvedeno, jedná se o nejdůležitější investiční nástroje na finančním trhu. Lze se na ně podívat hlavně ze dvou různých hledisek:

- **Z hlediska délky jejich životnosti** – jsou to cenné papíry peněžního trhu s **krátkou životností**, zpravidla do jednoho roku, a cenné papíry kapitálového trhu s **životností delší než jeden rok**.
- **Členění na majetkové a dlužní cenné papíry** – za **majetkové cenné papíry** se považují především **podnikové akcie**, jejichž prostřednictvím se investor stává akcionářem daného podniku, získává **právo na podíl ze zisku** (dividendu), **právo hlasovací a právo na podíl na likvidačním zůstatku**. **Dlužní cenné papíry** jsou pro investora dokladem o zapůjčení jeho peněžních prostředků. **Plynou mu z nich úroky a má nárok na navrácení zapůjčených peněz**. Jsou jimi **různé druhy dluhopisů**, záleží na konkrétním státě.

### 2.3.1 Podnikové akcie

**Podnikové akcie jsou důležité** jak pro společnosti, které si jejich emitováním opatřují „nové“ peníze na finančním trhu, tak **pro investory**, které láká jejich **větší výnosnost** (v porovnání s jinými cennými papíry v dlouhodobém horizontu). **Mohou dosáhnout běžného<sup>1</sup> i kapitálového<sup>2</sup> výnosu**. Akcie jsou navíc povětšinou velmi **likvidní** (na našem území především tituly obchodované v segmentu SPAD Burzy cenných papírů Praha – BCPP), naproti tomu investoři **podléhají zvýšené rizikosti** těchto nástrojů.

Existují **kmenové a prioritní akcie**, přičemž prioritní akcie mají specifické vlastnosti a k jejich nabytí je zapotřebí splnit několik podmínek. **Pro investora** tak zůstávají nejlépe dostupné **kmenové akcie**, které se běžně obchodují na veřejných sekundárních organizovaných trzích. Takovým trhem je i BCPP.

---

<sup>1</sup> Nárok na výplatu běžných výnosů vyplývá z držby finančních investičních instrumentů ve sledovaném období. Může se jednat jak o úroky z poskytovaných úvěrů, tak o inkasované kuponové nebo jiné platby z dluhopisů, či o dividendy z vlastnictví akcií apod.

<sup>2</sup> Kapitálové výnosy vznikají při obchodování finančních investičních instrumentů. Mohou tedy být spojeny pouze s obchodovatelnými investičními instrumenty (především cennými papíry).

### **S kmenovými akciemi se standardně váží tři základní práva:**

- Právo účastnit se valných hromad akciové společnosti, předkládat na nich návrhy a při hlasování moci uplatnit počet hlasů úměrný počtu držených akcií.
- Právo na dividendu, tedy odpovídající podíl ze zisku akciové společnosti.
- Právo na odpovídající podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti.

**Kmenové akcie lze dále dělit** podle hlasovacích práv, která skýtají, podle práva na dividendy a podle jejich vazby na základní kapitál společnosti. **V podmínkách České republiky se ovšem setkáme především s kmenovými akciemi nabízejícími standardní hlasovací práva** (jejichž váha se odvíjí od podílu akcionáře na základním kapitálu společnosti), **standardní výplatu dividend** (výše dividend se odvíjí od dosaženého zisku a rozhodnutí valné hromady) **a standardní vazbou na základní kapitál společnosti** (určující je nominální hodnota akcie).

Nicméně, tato **práva bývají** při investicích do akcií a spekulacích na pohyby jejich kurzů jen **zřídkakdy využívána**. **Rozhodujícím pro investora je pohyb kurzu** akcie zamýšleným směrem, aby mohl se ziskem pozici uzavřít (akcie prodat v případě, že je za účelem investice nakoupil nebo nakoupit a vrátit v případě, že si je za účelem investice půjčil a prodal). **Dalším zamýšleným ziskem mohou být dividendy** z držby akcie v případě, že investor je držitelem akcií v den rozhodný pro uznání dividendy, určeným valnou hromadou akciové společnosti.

Z ukazatelů se při **hodnocení akcií** v praxi mezi investory nejčastěji využívá **poměrový ukazatel P/E (Price/Earnings Ratio)**. Jak již z názvu vyplývá, tento ekonomický ukazatel udává **poměr mezi cenou akcie a ziskem z ní<sup>1</sup>**.

Ukazatel není určen pro predikci vývoje ceny akcie. Slouží pouze jako vodítko při hledání podhodnocených a nadhodnocených akcií.

---

<sup>1</sup> Nastává ovšem problém s vypovídací hodnotou a srovnatelností P/E jednotlivých společností mezi sebou. Zatímco cena akcie je daná kotací na trhu, na zisk může být při výpočtech nahlíženo různými způsoby (zisk před zdaněním, po zdanění, aj.). Problém nastává i při výpočtu P/E pro akcii obchodovanou na více trzích (např. P/E pro akcie Erste banky na Vídeňském trhu bude jiné, než P/E pro tuto akcii na Pražské burze, kde je její cena většinou odlišná). Přesto se tento ukazatel v hojně míře využívá.

Ze zkušeností lze odvodit následující **rozmezí hodnot** ukazatele P/E a pro ně vyplývající doporučení.<sup>1</sup>

- **P/E se nachází v pásmu 0–10** – v takovém případě jde o indikaci podhodnocení akcie. V některých případech se ovšem může jednat i o důsledek předpokladů nižších budoucích zisků.
- **P/E vychází v intervalu 10–17** – investor může usoudit, že akcie se obchodují za tzv. „spravedlivou cenu“<sup>2</sup>. Neočekává proto výrazné pohyby kurzů akcií.
- **P/E mezi 17 a 25** – signalizuje možné nadhodnocení akcie a pokles kurzu nebo investoři předpokládají vyšší zisky v budoucnu a svým nadměrným zájmem zvyšují cenu akcií, čímž zvyšují i hodnotu P/E.
- **P/E nad 25** – jedná se buď o výrazné spekulativní nadhodnocení ceny, nebo investoři očekávají opravdu velký růst zisku společnosti. Investice do společností, jejichž akcie mají více než 25 krát vyšší cenu oproti zisku z ní plynoucího je velmi rizikové.

**Dále je možné pro hodnocení** zamýšlené investice do akcií **využít zveřejňovaných cílových cen** (většinou pro horizont jednoho roku) pro jednotlivé tituly. Ze znalosti cílové ceny, aktuální ceny, předpokládaných dividend, bezrizikové tržní úrokové míry<sup>3</sup> a určením prémie za rizikovost a prémie za likviditu, může investor pomocí výpočtu **současné hodnoty akcie** získat další vodítko k rozhodnutí, zda je akcie vhodná k nákupu či nikoli.

Jelikož u akcií s vyplácenou dividendou získává investor výnosy z investice průběžně (nejčastěji) každým rokem (pokud je drží dlouhodobě), **diskontují se dílčí**

---

<sup>1</sup> Hodnotová pásma jsou převzata z článku: *Co (ne)říká investorovi ukazatel P/E* [online]. 21.1.2008, [cit. 2009-01-28]. Dostupné z URL: <<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Infoservis/Finance-dane/Pojisteni-a-investovani/22799660.htm>>.

<sup>2</sup> Za „spravedlivou cenu“ je považována taková cena, která se rovná vnitřní hodnotě akcie. Pokud by platila teorie efektivního trhu, pak pokud by byla tržní cena akcie nižší, než jaká je „spravedlivá cena“, investoři by ohodnotili tuto akcii jako podhodnocenou a začali by ji nakupovat, čímž by její cenu zvyšovali až k ceně spravedlivé a při tržní ceně vyšší, než je „cena spravedlivá“ ji pak začnou prodávat.

<sup>3</sup> Bezriziková tržní úroková míra je aktuálně dosažitelný výnos z bezrizikových cenných papírů (státní obligace, státní pokladniční poukázky apod.). Jde o vyjádření garance státu.

**zisky za jednotlivá období** (zpravidla **dividenda jednou ročně a poté prodej akcie** v n-tém roce) a ty se posléze sečtou.

Výsledkem je **současná hodnota investice**.

$$SH_{Inv} = \sum_{t=1}^n SH_{CF(t)} = \frac{\sum CF_1}{(1+r_{d_1})} + \frac{\sum CF_2}{(1+r_{d_1}) \cdot (1+r_{d_2})} + \dots + \frac{\sum CF_n}{(1+r_{d_1}) \cdot (1+r_{d_2}) \cdot \dots \cdot (1+r_{d_n})}$$

kde:  $SH_{Inv}$  ... je současná hodnota investice

$CF_{(1,2,\dots,n)}$  ... jsou budoucí „cash flow“ získané v jednotlivých letech

$r_{d(1,2,\dots,n)}$  ... je diskontní míra v jednotlivých letech trvání investice

$t_{(1,2,\dots,n)}$  ... jsou jednotlivé roky trvání investice

$n$  ... počet let trvání investice

**Diskontní míru** je možné určit jako součet bezrizikové tržní úrokové míry, prémie za rizikovost a prémie za likviditu.

**Prémie za rizikovost** je počítána jako rozdíl mezi průměrnou výnosností akcií a bezrizikovou tržní úrokovou mírou<sup>1</sup>. Průměrná výnosnost akcií pak bývá nejčastěji určována podle růstu některého cenového indexu za dané období.

**Prémie za likviditu** bývá určována investorem dle subjektivního odhadu. Vychází se především z prestiže burzy, na které je akcie kótována.

### 2.3.2 Dluhopisy

Prostřednictvím emise dluhopisů si firmy, banky, stát a všeobecně ekonomické subjekty obstarávají peníze. **Pro investora je dluhopis** cenným papírem, který **zaručuje běžné výnosy** (úroky, kupónové platby) a **navrácení zapůjčené částky** v budoucnu (neplatí u časově neohrazených obligací, viz dále). Není už tak výnosný, jako podniková akcie, naproti tomu **poskytuje vyšší „bezpečí“** uložení peněz. **Je často méně likvidní.**

---

<sup>1</sup> SYNEK, M. *Ekonomická analýza* [online]. s. 8. [cit. 2009-03-01]. Dostupné z URL: <[http://nb.vse.cz/~synek/ekonomicka\\_analyza.doc](http://nb.vse.cz/~synek/ekonomicka_analyza.doc)>.

## ▪ Dluhopisy z různých pohledů

Tak jako podnikové akcie, i dluhopisy lze kategorizovat z různých pohledů. Uvedeny budou **tři základní pohledy**, a to **s ohledem na dobu trvání investice** a **s ohledem na časový horizont splatnosti** a poté **s ohledem na formu dosažitelného výnosu**.

**Krátkodobými dluhopisy** se rozumí například státní pokladniční poukázky, pokladniční poukázky centrální banky, depozitní certifikáty či směnky.

**Dlouhodobé dluhopisy** mají splatnost delší, než jeden rok, jsou obchodovatelné na veřejných organizovaných trzích a je s nimi spojena celá řada práv. Na základě poznatků z praxe lze obecně říci, že **dluhopisy s delší dobou do splatnosti mívají vyšší výnos**.

**Časově ohraničené dluhopisy tvoří většinu nabídky na světovém trhu**. Dále je lze dělit na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé podle termínu splatnosti.

Naproti těmto, **časově neohraničené dluhopisy bývají spíše vzácností**. Emitent u nich neurčí datum splatnosti a vyplácí pouze úroky. Často si ovšem vyhradí právo v případě potřeby dluhopis vyplatit a stáhnout z trhu.

**Nejrozšířenějším druhem** obligací, z hlediska formy výnosů, které poskytují, jsou **obligace kupónové**. Jejich držitelé mají nárok na vyplácení běžných výnosů na základě tzv. kupónů. **Nejčastěji se na trhu jedná o kuponové obligace s fixní úrokovou sazbou**.

**Bezкупónové obligace** dávají investorovi **zisk v podobě rozdílu mezi nákupní (nižší) a nominální cenou obligace (vyšší)**. Nákupní cena obligace je vypočítávána převážně diskontními metodami (kde diskontujeme nominální hodnotu dluhopisu vzhledem k jeho životnosti a očekávaných úrokových měrách v následujících letech), a proto se tyto obligace nazývají také **diskontované**.

## ▪ Rizika spojená s dluhopisy

Existuje ještě jedno hledisko, které by mělo investora zajímat, a to je **zajištěnost obligací**. Některé obligace mohou být zajištěny před neplněním závazků emitenta, což

snižuje riziko investice do takového dluhopisu. **Realita je ovšem taková, že na trhu jsou obchodovány většinou obligace nezajištěné.**

Proto se investor ve vztahu k riziku orientuje také **podle emitenta** dluhopisu. Za **nejméně rizikové** jsou považovány **státní dluhopisy**, poté **dluhopisy bankovní** a dále **dluhopisy významných podniků.**

Kromě rizik zmíněných v kapitole 2.4.2 Rizikovost, je zapotřebí zvážit také **dodatečná rizika**, která s dluhopisy v převážné většině případů souvisí. Jde o **reinvestiční riziko** (riziko, že průběžně přijímané kupónové platby budou reinvestovány za nižší úrokové sazby) a u vypověditelného dluhopisu se objevuje **riziko předčasného splacení.**<sup>1</sup>

#### ▪ Vnitřní hodnota obligace

Tzv. „**spravedlivá cena**“ **obligace** je počítána jako **současná hodnota všech budoucích peněžních toků** z ní plynoucích. **Jsou to** ve většině případů **kupónové platby** v jednotlivých letech **plus splatná jistina** v posledním roce držení obligace, **diskontované** očekávanou tržní **úrokovou mírou** v těchto letech. Princip výpočtu se dá vyjádřit následujícím vzorcem.

$$SH_{Obligace} = \sum_{t=1}^n SH_{CF(t)} = \frac{\sum CF_1}{(1+r_{d_1})} + \frac{\sum CF_2}{(1+r_{d_1}) \cdot (1+r_{d_2})} + \dots + \frac{\sum CF_n}{(1+r_{d_1}) \cdot (1+r_{d_2}) \cdot \dots \cdot (1+r_{d_n})}$$

kde:  $SH_{Obligace}$  ... je současná hodnota obligace.

$CF_{(1,2,\dots,n)}$  ... jsou budoucí „cash flow“ získané v jednotlivých letech  
(kupónové platby a v den splatnosti také jistina).

$r_{d(1,2,\dots,n)}$  ... je očekávaná roční úroková sazba v jednotlivých letech  
trvání investice.

---

<sup>1</sup> Právo předčasného splacení dluhopisu (pokud je v podmínkách obsaženo) využije emitent v případě výrazného poklesu tržních úrokových sazeb. Následně vydá nové dluhopisy s nižším úročením, resp. kupónovou platbou, čímž pro sebe dosáhne výhodnějšího financování.

$t_{(1,2,\dots,n)}$  ... jsou jednotlivé roky trvání investice.

$n$  ... počet let trvání investice.

Ke „spravedlivé ceně“ bývá ovšem prodávajícím na trhu **započtena** také jistá **kompensace** za držení dluhopisu v době od výplaty posledního kupónu do doby prodeje. Investorovi, který dluhopis po tuto dobu držel, je tak v poměrné výši v prodejní ceně nahrazena část příští kupónové platby. Je-li například kupón vyplácen vždy k 1. březnu a investor prodává dluhopis 1. dubna, nechá si kompenzovat 30 dní (ušlého) zisku z příštího kupónu navýšením prodejní ceny o následující částku.

$$K = \frac{30}{365} \cdot k_{platba}$$

kde:  $K$  ... je kompenzace.

$k_{platba}$  ... je absolutní výše následující kupónové platby.

Zmíněná **kompensace se na trhu často označuje** jako **AÚV**, neboli Alikvotní úrokový výnos.

**Porovnáním „spravedlivé ceny“ obligace (s přičtením patřičné kompenzace) a prodejní ceny nabízené na trhu je investor schopen posoudit, zda je obligace podhodnocena nebo nadhodnocena a vyhodnotit, zda je z tohoto pohledu vhodné dluhopis do svého portfolia pořídit či nikoliv.**

## 2.4 Tři základní individuální investiční faktory

Management podniku musí u každé investiční příležitosti hodnotit **tři základní faktory**. Těmi jsou **výnosnost, rizikovitost a likvidita**. Tyto faktory **působí ve vzájemných souvislostech**. Je zapotřebí věnovat jim při výběru vhodné investice pozornost, protože značnou měrou ovlivňují rozhodování managementu podniku jako investora, resp. jsou pro jeho rozhodování zásadní.



## 2.4.1 Výnosnost

V případě finančních investic je výnosnost hodnocením jejich efektivnosti. Udává míru zhodnocení peněžních prostředků vložených do finančního instrumentu.

V praxi jsou rozlišovány především výnosy:

- **Běžné** – nárok na jejich výplatu vyplývá z jejich držby ve sledovaném období. Může se jednat jak o **úroky** z poskytovaných úvěrů, tak o inkasované **kuponové** nebo jiné **platby** z dluhopisů, či o **dividendy** z vlastnictví akcií apod.
- **Kapitálové** – vznikají při obchodování finančních investičních instrumentů. Mohou tedy být spojeny pouze s obchodovatelnými investičními instrumenty – neboli především cennými papíry.

**Celkový výnos** je pak součtem běžných a kapitálových výnosů za celé období držby investičního instrumentu.

## 2.4.2 Rizikovost

**Každá investice bývá spojena s určitou mírou rizika.** Riziko u investic je obecně chápáno jako nejistota dosažení očekávaného zisku. Na finančním trhu se denně bude management podniku setkávat s několika druhy rizik. Jsou to například následující:

- **Riziko změn tržní úrokové míry (resp. úrokových sazeb)** - jedná se o nebezpečí možného kolísání tržních úrokových měr. Jejich změny totiž významně ovlivňují tržní ceny prakticky všech druhů finančních nástrojů. Toto riziko není diverzifikovatelné.
- **Riziko inflační** – s rostoucí mírou inflace totiž klesá reálná výnosnost investice. Nominální míry výnosu při zvyšující se inflaci rostou, reálné míry výnosu však většinou klesají, případně mohou být i záporné. Také úrokové míry se při stoupající míře inflace zvyšují, což vede k postupnému zvyšování kolísavosti (volatility) cen jednotlivých instrumentů, z nichž některé mohou i klesat. Inflační riziko taktéž není diverzifikovatelné.

- **Riziko událostí** - jedná se o relativně známé **riziko zveřejnění nečekaných událostí, které ovlivňují ceny (kurzy) cenných papírů**. Ovšem míra a mnohdy dokonce i směr ovlivnění cen účastníky trhu v reakci na tyto události jsou dány jejich investiční psychologií, která se v průběhu času mění. Jde proto také o tržní nediverzifikovatelné riziko.
- **Riziko insolvence, resp. případného úpadku emitenta** – bude-li mít emitent problémy, resp. nižší zisk než předpokládal nebo ztrátu, vyplácet kupónové platby k dluhopisům nebo dividendu k akciím nejspíše nebude, a v případě, že zkrachuje, nelze než se smířit se ztrátou většiny nebo všech peněžních prostředků na investici vynaložených. K insolvenčnímu emitenta může dojít i mnoha různými způsoby, např. ztrátou kontroly nad společností majoritním vlastníkem akcií.
- **Riziko ztráty likvidity předmětného finančního instrumentu** – je-li na trhu malý počet poptávajících nebo nabízejících, dochází k nebezpečí, že předmětné aktivum nebude moci být prodáno či nakoupeno. Toto riziko je samozřejmě na řadě ve chvíli, kdy se management podniku potřebuje finančního instrumentu „zbavit“ (např. při významných poklesech jeho tržní ceny) a nemůže na trhu najít kupce.
- **Riziko měnové** – především při pořízení zahraničních finančních nástrojů musí management podniku počítat s možnými změnami devizových kurzů, které mohou mnohdy i značnou měrou ovlivnit ziskovost držení finančních nástrojů.
- **Riziko právní** – jelikož zákony zemí jsou odlišné.
- **Riziko operační** – může dojít k pochybení ve zpracování požadavku na manipulaci s investicí či nedorozumění mezi managementem podniku a zprostředkovatelem apod.
- **Riziko individuálních vlastností (resp. smluvních ustanovení) jednotlivých investičních nástrojů** – toto riziko je aktuální, pokud si management podniku sjednává investiční nástroje s definicí vlastních požadavků a parametrů.

K dispozici jsou v současné době **dva způsoby predikce** rizikovosti finančních investic. Jsou to **subjektivní odhad a statistické nástroje**. Vzhledem k tomu, že pro některé investice je vhodnější použít první způsob a pro některé druhý, **konkrétní volba** bude vždy záviset **na investorovi** a způsoby nelze přiřadit k jednotlivým druhům investic.

- **Subjektivní odhad** - takový odhad **vychází ze zkušeností, znalostí a intuice investora**. Hodnotí komplexně všechny jmenované druhy rizik.
- **Určení rizikovosti prostřednictvím statistických nástrojů** - Tato **metoda je vhodná za předpokladu, že investor disponuje dostatečným množstvím statistických údajů** relevantních k zamýšlené investici. K určení „absolutní výše rizika“ se nejčastěji využívá „rozptylu“ a „**směrodatné odchylky**“. „Je tomu tak proto, že právě tyto ukazatele vyhovují nejlépe poznání, že nestačí pouze určit „očekávanou výnosnost“ zvažované investice, ale zároveň i to, jak se od ní mohou „skutečně dosažené hodnoty výnosnosti“ odchýlovat.“ [4]

**Ke snižování rizika přispívá podstatnou měrou diverzifikace portfolia. Podstatou diverzifikace portfolia je držba většího počtu cenných papírů**, které jsou svými vlastnostmi odlišné, jsou na sobě nezávislé a v ideálním případě vždy dva cenné papíry opačně reagující, neboli negativně korelované cenné papíry.

Klesá-li například výnosnost jednoho cenného papíru a investor má k němu druhý cenný papír, který reaguje jinak, nedojde k tak velkému poklesu celkové výnosnosti portfolia, jako kdyby investor vlastnil pouze ty cenné papíry, u kterých výnosnost v dané chvíli klesá.

„Je prokázáno, že jediný případ, kdy diverzifikace snížení rizika nepomůže, by nastal pouze tehdy, pokud by se výnosnost všech v něm zahrnutých investičních aktiv měnila souběžně. V takovém případě by nastala stejná situace, jako kdyby investor vlastnil pouze jeden druh cenného papíru. Z toho je možno vyvodit, že **čím více se budou jednotlivá investiční aktiva** obsažená v portfoliu investora svými vlastnostmi **vzájemně lišit, tím větší pokles rizikovosti** jejich držby **nastane**.“ [4]

### 2.4.3 Likvidita

Třetím základním faktorem ovlivňující investiční rozhodování investora je likvidita investičního instrumentu. **Stupněm likvidity se rozumí rychlost, s jakou je možné instrument prodat, neboli přeměnit zpět na peněžní prostředky.**

Likvidními jsou především instrumenty obchodované na veřejných sekundárních organizovaných trzích. To z toho důvodu, že na těchto trzích je obchodován velký objem těchto instrumentů a poptávka po nich (důležitý faktor ovlivňující stupeň likvidity) je vysoká. Záleží také na velikosti emise instrumentu.

„**Čím likvidnější** bude jeden druh finančního instrumentu proti finančním nástrojům alternativním, **tím** více bude při zachování principu „ceteris paribus“ pro investory **atraktivnější** a tím bude i více poptáván.“ [4]

### 3 Analýza současné situace na finančních trzích

Současná situace na finančních trzích je a bude ovlivněna mnoha faktory. Jedná se v dnešní době zejména o **stav ekonomik jednotlivých (vyspělých) států, jejich fiskální politiku, zdraví bank a výsledky hospodaření nadnárodních i národních korporací, resp. světově významných společností. Pro rozhodnutí investora však bude z oblasti informací o situaci na finančních trzích nakonec směrodatná především prognóza důležitých makroekonomických ukazatelů.**

Pro popis současné situace a prognóz využiji především vyjádření analytiků předních obchodníků s cennými papíry v české republice (**Patria Finance a Patria Direct**) a **hodnocení a prognóz Ministerstva financí a České národní banky**. Výše zmíněné informační zdroje považuji za důvěryhodné a ve srovnání s jinými jako relativně spolehlivé.

#### **Rozbor efektu vládních zásahů do ekonomiky**

Současná situace by se podle Petra Žabži z Patria Direct dala popsat jednoduše: „...jako pochybná snaha veřejného sektoru o záchranu přehnaně chamtivého sektoru soukromého. Minulost ukazuje, že tato relativně neřízená aktivita nikdy nedopadne dobře.“<sup>1</sup>

Žabža v jiném článku upřesňuje své stanovisko **vymezením činností, které by vlády za situace, jako je tato, rozhodně dělat neměly** a porovnává je s realitou. Vychází přitom z knihy *America's Great Depression*, kterou v roce 1963 napsal Murray Rothbard. Níže uvádím pouze ty činnosti, které by vlády dělat neměly také podle mého názoru:

- 1) **Zamezit nebo oddalovat likvidaci neperspektivních firem:** půjčovat peníze firmám s nejistou budoucností, pobízet (více či méně silově) komerční banky k půjčkám do neperspektivních oblastí ekonomiky.

---

<sup>1</sup> ŽABŽA, P. *Jak se stal Donald Reagan prognostikem...* [online]. 12.1.2009, [cit. 2009-01-29]. Dostupné z URL: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1342555/jak-se-stal-ronald-reagan-prognostikem-.html>>.

- 2) **Pokračovat v dalším nafukování již vytvořené bubliny:** Pumpování nelogicky levných peněz do systému vede k dalším chybným investicím, které stejně v budoucnu budou muset být zlikvidovány.
- 3) **Udržovat uměle vysoko cenu práce:** umělé udržování mzdových pásem na před-krizové úrovni je téměř jistý recept na vysokou nezaměstnanost.
- 4) **Stimulovat spotřebu a odrazovat od snahy spořit:** je prokázáno, že více úspor a méně spotřeby proces ozdravení ekonomiky zrychlí a nikoliv zpomalí. Opačná cesta jenom dále prohloubí deficit dostupného kapitálu.

Jako porovnání s realitou současnosti pak Žabža říká: „Nikdo nás nenutí souhlasit se všemi výše uvedenými body, ale **tendence současných vlád aplikovat „řešení“ popsaná v bodech 1,2 a 4 je zarážející**. Všichni asi cítí, že **nejlepší řešení bylo nechat ty neperspektivní padnout** a vyčistit ekonomický systém rychle a efektivně.“<sup>1</sup>

### **ČR – HDP a rozpočtová politika**

**Z pohledu HDP a rozpočtové politiky** naznačuje predikci vývoje ekonomické situace České republiky ve své analýze David Marek z Patria Finance: „Letos (rok 2009, pozn. autora) bude úspěchem, pokud ekonomika vůbec poroste. A právě tomu by mohl napomoci rozpočet. **Letos není na prvním místě redukce deficitu, ale hledání účinné fiskální politiky, která zmírní dopady recese v eurozóně na českou ekonomiku. Pokud vláda nepřipraví žádná speciální opatření a nechá na ekonomiku působit jen tzv. automatické stabilizátory (daně a sociální dávky), prohloubí se letos rozpočtový deficit na 2,0 procenta HDP.** Jinými slovy **existuje prostor v rozsahu zhruba 1 procenta HDP** (cca 40 miliard korun) k mimořádnému fiskálnímu stimulu, aniž by ČR překročila pravidla pro rozpočtovou politiku zemí EU. Ten samozřejmě nemusí být využit, mohl by však částečně pomoci ztlumit negativní vývoj. Otázkou ovšem zůstává, v jaké formě by mohl být využit. Nejschůdnější variantou by byla

---

<sup>1</sup> ŽABŽA, P. *Pověste je vejš, at' se houhaj...* [online]. 19.1.2009, [cit 2009-01-30]. Dostupné z URL: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1346325/poveste-je-vejs-at-se-houhaj.html>>.

kombinace infrastrukturních investic (tam, kde je možná rychlá realizace) a nabídkových stimulů v podobě nižšího zdanění práce a firemních zisků.“<sup>1</sup>

### Ministerstvo financí

**Názor Ministerstva financí (MF)** je prezentován v pravidelné čtvrtletní publikaci MF shrnující aktuální stav vývoje základních makroekonomických indikátorů a obsahující predikce v oblasti ekonomického výkonu, cen, trhu práce, vztahů k zahraničí a hospodaření vládního sektoru. Podle tohoto materiálu **česká ekonomika v roce 2009 zpomalí růst na 1,4 procenta**. V říjnu roku 2008 přitom ještě ministerstvo počítalo s růstem 3,7 procenta. **Míru inflace pro rok 2009 odhaduje MF okolo 1,3 %**.

### ČNB

„Celková inflace v posledním čtvrtletí roku 2008 výrazně poklesla směrem k inflačnímu cíli ČNB. Růst reálného HDP v průběhu loňského roku postupně zpomaloval, stejně jako růst zaměstnanosti a nominálních mezd. **Současný ekonomický vývoj je tak nadále hodnocen jako sestup z vrcholu hospodářského cyklu s tím, že tento sestup je rychlejší, než předpokládala minulá prognóza.**“<sup>2</sup>

**Dne 5.2.2009** bankovní rada ČNB v souladu s očekáváním trhu rozhodla o **snížení klíčových úrokových sazeb**. Hlavní **dvoutýdenní repo sazba** se snížila o 0,5 % na **1,75 %**. Diskontní a lombardní sazba poklesla také o 0,5 % na 0,75 %, respektive 2,75 %.

#### **V podrobnějším komentáři ČNB uvádí<sup>3</sup>:**

- **Celková (i měnověpolitická) inflace** v letošním roce klesne až k hodnotám blízkým nule, **na konci roku však začne růst a blížít se k 2% cíli**, kterého dosáhne v prvním pololetí 2010.

---

<sup>1</sup> MAREK, D. *Státní rozpočet v roce 2008: Výrazně nižší deficit* [online]. 2.1.2009, [cit. 2009-01-31]. Dostupné z URL: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1337755/statni-rozpocet-v-roce-2008-vyrazne-nizsi-deficit.html>>.

<sup>2</sup> Česká národní banka. *Zpráva o inflaci I/2009* [online]. [cit. 2009-02-05]. ISSN 1803-2400. Dostupné z URL: <[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009\\_I/download/zoi\\_I\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009_I/download/zoi_I_2009.pdf)>.

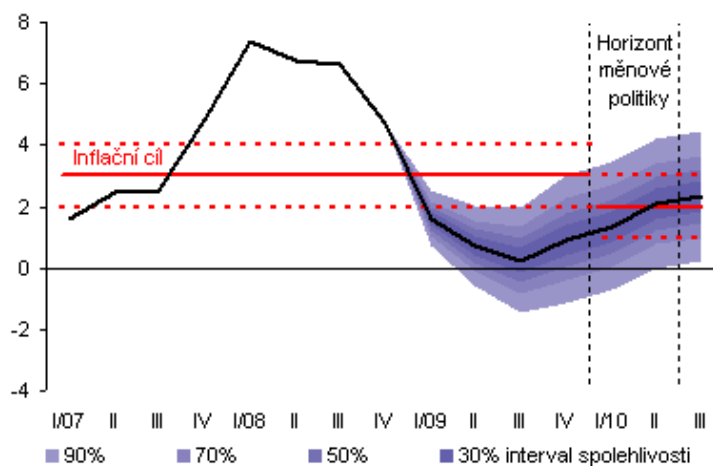
<sup>3</sup> Česká národní banka. *Zpráva o inflaci I/2009* [online]. [cit. 2009-02-05]. ISSN 1803-2400. Dostupné z URL: <[http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009\\_I/download/zoi\\_I\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009_I/download/zoi_I_2009.pdf)>.

- **Domácí ekonomický růst** prudce zpomalí, pro letošní rok je prognózován nulový či mírně záporný růst a pro příští rok růst zhruba jednocentní.
- **Kurz koruny** bude dle prognózy nejprve korigovat své oslabení ze začátku roku a poté bude zhruba stabilní.
- S prognózou je konzistentní **pokles tržních úrokových sazeb**.

### Vybraná číselná a grafická vyjádření prognóz ČNB

Ukazatel	Horizont	Ve výši
Meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen	1. čtvrtletí 2010	1,4 %
	2. čtvrtletí 2010	2,1 %

**Tab. 3.1: Prognóza inflace na horizontu měnové politiky. Zdroj [17].**

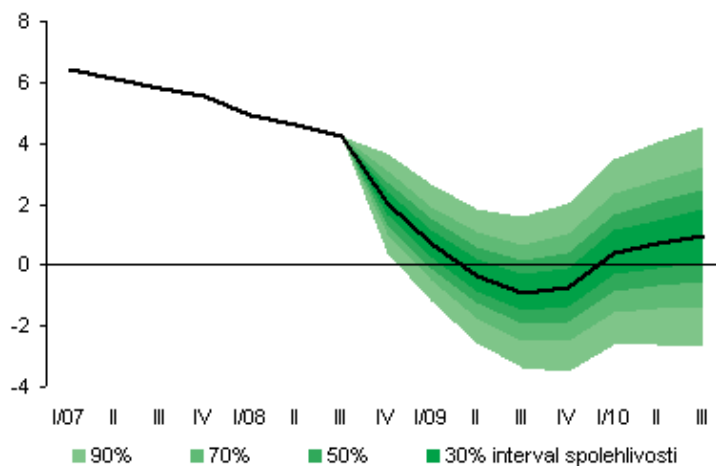


**Obr. 3.1: Vějířový graf prognózy inflace na horizontu měnové politiky. Zdroj [17].**



Ukazatel	Rok	Ve výši
Meziroční růst reálného HDP	2008	3,9 %
	2009	-0,3 %
	2010	0,9 %

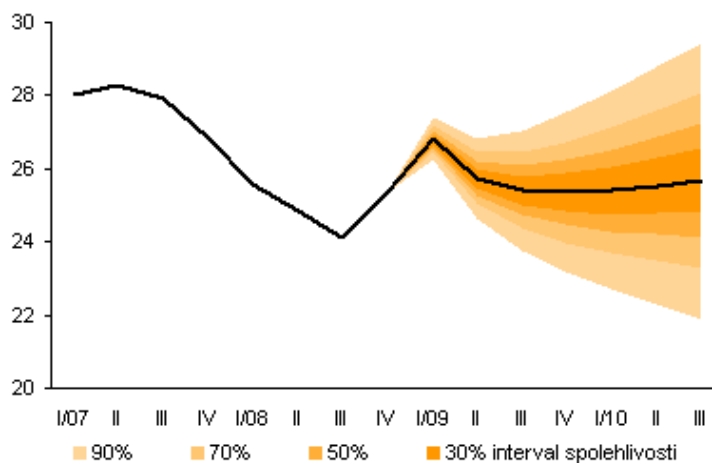
Tab. 3.2: Prognóza HDP. Zdroj [17].



Obr. 3.2: Vějířový graf prognózy HDP. Zdroj [17].

Ukazatel	Rok	Ve výši
Kurz CZK/EUR	2009	25,8
	2010	25,6

Tab. 3.3: Prognóza kurzu koruny vůči euru. Zdroj [17].



Obr. 3.3: Vějířový graf prognózy kurzu koruny vůči euru. Zdroj [17].

## **Dílčí závěr – předpokládaný efekt prognóz na investice do dluhopisů a akcií**

**Předpoklad dalšího snižování úrokových sazeb a výhled na zvyšující se inflaci v roce 2010 nejsou příliš dobrými zprávami pro investice do dluhopisů.** Zatímco aktuálně se inflace snižuje, prognóza na rok 2010 mluví o jejím nárůstu. Podle mého názoru bude nárůst pokračovat i v dalších letech. To by bezesporu značně snížilo ceny dluhopisů, které by sice nově příchozím investorům začaly nabízet vyšší zhodnocení, než jaké je k dispozici nyní, nicméně pro již držené dluhopisy by to znamenalo snížení jejich výnosů (v případě, že by chtěl investor dluhopis prodat, utřil by kapitálovou ztrátu).

**Naopak tento předpoklad vybízí k záměru investice do rizikovějších nástrojů, tedy i akcií.** Averse k rizikovým nástrojům sice nadále přetrvává, avšak obavy z prudkého růstu cen, tedy inflace, dělají investorům starosti. Při naplnění inflačního očekávání by se snížila reálná výnosnost dluhopisů. Zájem investorů by se proto přesunul na akciový trh, kde by tak začaly růst ceny akcií. Také vzhledem k tomu, že v poslední době klesly úrokové sazby pro půjčky, mělo by to teoreticky pobízet podniky k rozvoji a jejich ziskovost by se mohla zvýšit. To by pak mělo dopad na cenu akcií, která by se měla rovněž začít pohybovat směrem vzhůru a lákat investory ke vstupu na akciový trh.

Dovolím si také předpokládat, že vzhledem k radikálním opatřením v USA zahrnujícím snížení úrokové sazby až na historických 0 – 0,25% a množstvím peněz, které byly do ekonomiky této země dodány z jejího státního rozpočtu (čímž došlo k velmi vysokému zadlužení USA a značnému znehodnocení amerického dolaru), dojde v horizontu dvou až tří let ke znatelnému nárůstu inflace nejen v této zemi, ale i v zemích ekonomicky navázaných na USA, Českou republiku nevyjímaje.

## 4 Analýza soudobých investičních možností v ČR

Management podniku se bude soustředit na investice formou cenných papírů, a to především akcií a dluhopisů. Z akcií budou analyzovány některé významné tituly obchodované na Burze cenných papírů Praha – BCPP. Z dluhopisů pak státní dluhopisy nabízené na mezibankovním trhu.

### 4.1 Podnikové akcie

Analyzovány budou vybrané tituly z hlavního trhu BCPP, obchodované v systému SPAD. Jedná se převážně o tituly, které jsou z dlouhodobého hlediska považovány za „spolehlivé“ (tzv. „Blue chips“). Řadí se zde akcie společností **ČEZ**, **Telefónica O2 Č.R.** (dále jen TO2), **Erste bank group** (dále převážně Erste Bank) a **Komerční banka**. Váha těchto titulů v indexu PX je podstatná (viz Tab. 4.1). Ze zbylých akcií obchodovaných ve SPADu jsem pro analýzu vybral dvě akcie, a to **CETV** a **NWR**.

Název	Váha [%]
ČEZ	26,64
TO2	22,05
ERSTE BANK	17,18
KOMERČNÍ BANKA	15,48
<b>Celkem</b>	<b>81,35</b>

Tab. 4.1: Váhy vybraných titulů BCPP v indexu PX ke dni 30.1.2009. Zdroj [14].

Obchody **na BCPP** je možné uskutečnit **pouze prostřednictvím obchodníka s cennými papíry** (člena Burzy cenných papírů Praha), případně prostřednictvím investičního zprostředkovatele, který pokyny obchodníkovi předává. V současné době působí na našem trhu 21 členů BCPP a celá řada investičních zprostředkovatelů.

Pokud není uvedeno jinak, číselné údaje v následujících podkapitolách jsou čerpány ze zdrojů [13], [14] a [16] a jsou platné pro obchodování na BCPP.

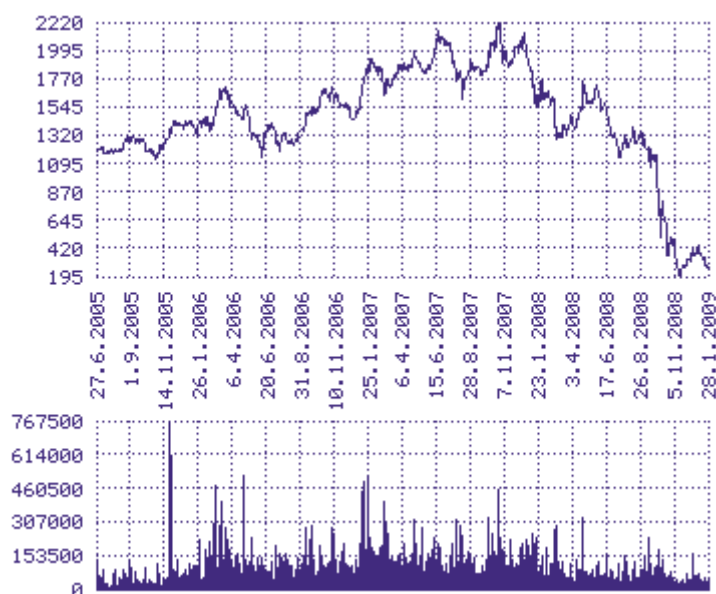
### 4.1.1 CETV

Je vlastníkem a provozovatelem komerčních televizních stanic ve střední a východní Evropě. Společnost byla založena v roce 1994 a nyní provozuje komerční televizní stanice v České republice, Slovensku, Rumunsku, Slovinsku, Ukrajině, Chorvatsku a Bulharsku. V České republice jsou to stanice NOVA, NOVA SPORT a NOVA CINEMA.

CETV je Bermudská společnost s pobočkami v Nizozemí, Londýně a pak také v každé zemi, ve které je provozovatelem televizních stanic.

S akcemi CETV je obchodováno v New Yorku na burze NASDAQ a u nás na hlavním trhu Pražské burzy.

Na hlavním trhu pražské burzy se s akcemi CETV obchoduje od 27.6.2005, závěrná cena byla v tento den 1194 Kč. Cena akcie se poté zvyšovala, **maxima dosáhla koncem října roku 2007 (cca 2200 Kč)**. K této hranici se přiblížila ještě jednou na přelomu let 2007 a 2008 a poté již cena klesala k **současné hladině okolo 130 Kč<sup>1</sup>**. Graf vývoje ceny této akcie v období od 27.6.2005 do 28.1.2009 znázorňuje Obr. 4.1.



Obr. 4.1: Vývoj ceny a objemu obchodů s akcemi CETV na BCPP. Zdroj [14].

<sup>1</sup> Stav k 1.3.2009.

„**Vývoj tržeb v budoucnu** bude podléhat zejména zvyšování příjmů z reklamy na jednotlivých trzích, přičemž objem výdajů na reklamu v zemích střední a východní Evropy stále nedosahuje úrovně obvyklé na vyspělých západních trzích. Navíc se CETV stále poohlíží po dalším rozvoji svých kanálů zejména formou akvizic, a to jak na svých stávajících trzích, tak mimo ně.“<sup>1</sup>

**Nedávné zprávy k titulu (zdroj [12]):**

- **7.11.2008** - CME očekává nižší růst na Ukrajině a Bulharsku.
- **3.12.2008** - CME chce udržet růst provozního zisku – díky programu snižování nákladů a zvyšování cen reklam.
- **8.1.2009** - TV Nova loni nejsledovanější televizí v ČR - Ve skupině diváků starších 15 let činil podíl TV Nova 37,92 %.
- **12.1.2009 – Majitel Novy bude šetřit** - Sarbu (současný šéf CME<sup>2</sup>) si chce přímo na místě pohlídat Novu, která je „zlatou slepicí“ CME. Plánovaná restrukturalizace firmy by měla omezit nárůst nákladů na výrobu programů a obrovský pokles ceny akcií CME.
- **22.1.2009 – Poptávka po reklamě v 1Q09 zpomalila** - Společnost CME dle agentury Bloomberg sdělila, že v 1Q09 **zaznamenala zpomalení poptávky po reklamě, protože klienti snižují své rozpočty na reklamu** (důvodem je zejména nejistota ohledně vývoje ekonomiky). Nejproblematictějším trhem bude Ukrajina, kterou čeká silný pokles HDP.

K poslední uvedené zprávě dodám ještě fakt, že výdaje firem na reklamu klesají i přesto, že k ohlášenému zdražení televizní reklamy nedošlo úplně v plánovaném rozsahu.

**Ještě důležitějším faktorem, a to nejen pro budoucí zisky CME, ale i pro celý obor, ve kterém se nachází, je snižování výdajů firem na televizní reklamu s cílem**

---

<sup>1</sup> MORAVANSKÝ, Ondřej. *CETV – cílová cena a doporučení (obnovené pokrytí)* [online]. 13.10.2008, [cit. 2009-01-28]. Dostupné z <<http://www.cyrus.cz/analyzy/cetv-cilova-cena-a-doporuceni-obnovene-pokryti>>.

<sup>2</sup> Stav ke dni 28.1.2009.

**zaměřit pozornost na přímou komunikaci se zákazníkem.** Blíže tento trend popisuje Luňáková<sup>1</sup>:

„Mnoho firem se navíc totiž chystá právě televizní reklamu omezit. "Naše **rozložení mediálních výdajů bude odpovídat nastavenému trendu posilování internetu a přímé komunikace** s důrazem na co nejefektivnější cílení. Televizi letos omezíme," potvrzuje Vlastimil Sršeň ze společnosti Telefónica O2. Mobilní operátoři přitom pravidelně patří k největším reklamním zadavatelům.

Ve srovnání s loňskem **klesl také počet firem, které by si reklamní prostor nasmlouvaly na dlouhou dobu.** "Zadavatelů, kteří by nyní měli vyjednané celoroční zakázky, moc není," říká Vítek.

Mediální společnost **CME**, majitel Novy, už proto **oznámila, že prodej reklamy v prvním čtvrtletí letošního roku bude slabší.** S tím, jak klienti kvůli krizi ztenčují své rozpočty, CME přiznává, že zpomalily rezervace reklamy na hlavních trzích. **Nova se na příjmech CME podílí zhruba z jedné třetiny.**“

Počet kusů akcií v emisi je 36.024.273 a jejich tržní kapitalizace k 27.1.2009 je rovna přibližně 460 miliónům dolarů.

**P/E** na akcii je k 27.1.2009 roven **5,02** (52 týdenní maximum 90,60 a minimum 3,58). Podle dosavadních zkušeností, pohybuje-li se hodnota P/E v rozmezí od nuly do deseti, jde s jistou pravděpodobností o podhodnocení akcie a **je na místě zvážit její koupi.**

**Ke dni 1.3.2009** platí následující. Poslední zjištěná **cílová cena je 6 USD** od společnosti Thomas Weisel ze dne 26.2.2009. To odpovídá při současném kurzu CZK/USD (cca 22,2 CZK/USD) **133,2 Kč. Aktuální cena činí 130 Kč.**

---

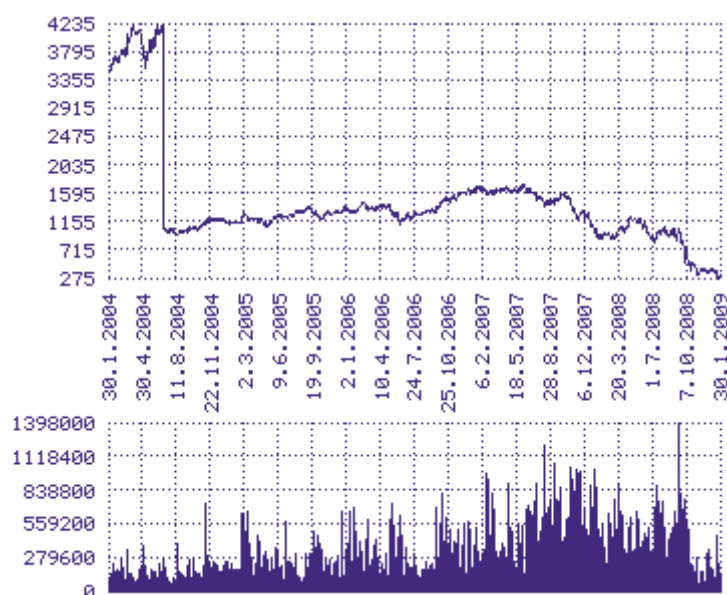
<sup>1</sup> LUŇÁKOVÁ, Z. *Reklam je méně, televize láká na slevy* [online]. 26.1.2009, [cit. 2009-02-01]. Dostupné z URL <[http://ihned.cz/c4-10073040-33382590-000000\\_d-reklam-je-mene-televize-laka-na-slevy](http://ihned.cz/c4-10073040-33382590-000000_d-reklam-je-mene-televize-laka-na-slevy)>.

## 4.1.2 Erste Bank

Erste Bank je obchodní banka operující ve střední Evropě se sídlem ve Vídni. Pobočky má v České republice (Česká spořitelna), Slovensku, Rakousku, Maďarsku, Chorvatsku, Bosně a Hercegovině, Rumunsku, Srbsku a Ukrajině.

S akciemi Erste Bank se obchoduje na více trzích, **hlavní trh je ve Vídni, u nás se obchoduje na BCPP.**

Na BCPP se s těmito akciemi začalo obchodovat dne 1.10.2002. Od té doby se jejich cena pohybovala i nad hranicí 3.000 Kč. Dne 8. července roku 2004 došlo k rozdělení akcií v poměru 1:4, cena se poté pohybovala nad hranicí 1.000 Kč, **nejvýše v poslední době byla obchodována 15.6.2007 za 1741 Kč.** Od tohoto dne již klesala až k úrovni okolo **dnešních 300 Kč.**<sup>1</sup>



**Obr. 4.2: Vývoj ceny a objemu obchodů s akciemi Erste Bank na BCPP. Zdroj [14].**

Značným plus pro tuto akcii, pokud ji chce investor držet dlouhodobě, je **vyplácená dividenda**. V roce 2008 (v květnu) to bylo 0,75 euro na akcii, což odpovídalo 20% dosaženého zisku. Nicméně vzhledem k tomu, že v prosinci roku 2008

<sup>1</sup> Stav k 1.2.2009.

Evropská komise schválila rakouský plán na pomoc finančnímu sektoru, jehož součástí je i omezení výše vyplácené dividendy na 17,5% zisku, **očekává se, že dividenda pro rok 2009 bude nižší**. Odhady jsou **kolem 0,65 euro na akcii**. Při současné ceně akcie by takovýto běžný výnos i přesto činil více než 5% investice.

**Nedávné zprávy vztahující se k titulu Erste Bank (zdroj [12]):**

- **3.12.2008** – Mimořádná valná hromada schválila plánované **navýšení kapitálu o 2,7 mld. EUR** - Transakce nemá ředící efekt (certifikáty mají být splaceny během 5 let). Výrazné zvýšení vlastního kapitálu by mělo Erste pomoci zvýšit důvěru investorů a obchodních partnerů.
- **12.12.2008** – Erste o výhledu hospodaření, **růst zisku o 15% potvrzen** - Dnes ráno v tiskové zprávě Erste sdělila, že letos nadále očekává nárůst provozního zisku o 15 % r/r. V roce 2009 Erste plánuje nárůst provozního zisku o 10 % r/r, růst nákladů by neměl překročit 3,5 %.
- **14.1.2009** – Erste: **Objem nových hypoték loni poklesl o 50%**, celý sektor poklesl o 10-15% - Podle odhadu Asociace hypotečních makléřů objem nových hypoték za rok 2008 poklesl o 15-20% r/r na 117-120 mld. Kč. Generální ředitel Hypoteční banky (skupina KBC) čekal, že celý trh poroste o 10% r/r. České spořitelně (skupina Erste) se objem poskytnutých hypoték snížil o více než 50% na 21 mld. Kč. **Důvodem poklesu je vysoká základna z roku 2007** (poptávka stimulována hrozbou vyšší DPH, až 19%, na stavební práce a nízkými úrokovými sazbami), zpřísněné podmínky u nových úvěrů, vyšší úrokové sazby (zejména riziková přírážka – finanční krize), **vyšší DPH** (z 5% na 9%) **a částečná nasycenost trhu** po strmém růstu z předchozích let.
- **22.1.2009** – **Cyrrus snižuje cíle pro Erste a KB** a mění doporučení - Analytici brokerské společnosti Cyrrus mění své názory na akcie Erste a KB.  
V případě Erste ponechávají doporučení "hold" na stejné úrovni a snižují cíl na 24,2 EUR.



Následuje **výstižný souhrn faktů**, které jsou aktuálně k dispozici a poukazují na podhodnocení akcií Erste Bank:

„V posledních dnech jsme svědky velkých propadů na tomto titulu. Erste v podstatě nereflektovala ani popropadové rally vzhůru amerického finančního sektoru, který je (i když dnes člověk nikdy neví) zřejmě o poznání více nakažený, než banky našeho regionu. O logice obchodování na tomto titulu se lze zamyslet nad těmito fakty:

- **Fakt č. 1:** Tržní kapitalizace Erste je dnes menší než tržní kapitalizace České spořitelny, která je dceřinou společností Erste.
- **Fakt č. 2:** Poměr P/B (cena děleno účetní hodnota) je na úrovni 0,34 (!!!), když P/B například u Komerční banky je i při současných nízkých hodnotách 1,74.
- **Fakt č. 3:** P/E (cena/zisk) je na hodnotě 2,22.
- **Fakt č. 4:** Za rok 2008 nehodlá banka ohlašovat žádné ztráty, jak je tomu u světových problémových bank, nýbrž se spokojí s „krizovými výsledky“, které budou „jen“ na úrovni zisků za rok 2007!!!.

Ovšem nutno dodat, že i výše uvedené je realita dnešní burzy, kdy psychologie hraje převažující roli nad uváženým investováním do reálných práv spojených s vlastnictvím akcií.“<sup>1</sup>

**Dále chci podotknout, že podle mého názoru je u této banky na místě opatrnost při nákupu.** Už z pohledu nezvykle nízkých indikátorů P/B a P/E. Takto nízké indikátory mohou znamenat jak vysoké očekávané zhodnocení v budoucnu, tak i očekávání výrazného poklesu zisků a tím snížení atraktivnosti a ceny akcií banky. **Možnost vysokého zhodnocení v následujícím období (2-5 let) je vyvážena vyšším rizikem, než které investor nalezne u ostatních titulů.**

Počet kusů akcií v emisi je 317 012 763, tržní kapitalizace k 1.2.2009 činí přibližně 4,7 miliard USD.

---

<sup>1</sup> CHOD, K. *Erste – trocha faktů neuškodí* [online]. 23.1.2009, [cit. 2009-02-01]. Dostupné z URL <<http://www.kurzy.cz/zpravy/160674-erste--trocha-faktu-neuskodi/>>.

Ukazatel **P/E** je ke dni 1.2.2009 na hodnotě **2,34**. Podobně jako u titulu CETV, ukazatel se nachází v rozmezí hodnot nula až deset, a to hodnotím jako **indikaci k nákupu** s cílem dlouhodobého zhodnocení. Nutno dodat, že jde pouze o pomocnou indikaci.

**Ke dni 1.3.2009** platí následující. Poslední zjištěná **cílová cena** je 19,9 EUR od společnosti KBW ze dne 26.2.2009. To odpovídá při současném kurzu CZK/EUR (cca 28,1 CZK/EUR) **559,2 Kč. Aktuální cena činí 215 Kč.**

#### **4.1.3 Komerční banka**

„**Komerční banka (KB) patří k nejvýznamnějším bankovním institucím v České republice** a v regionu střední a východní Evropy. Je součástí mezinárodní skupiny Sociétés Générale (SG) a **poskytuje komplexní služby drobného, podnikového a investičního bankovníctví.** Další společnosti finanční skupiny Komerční banky nabízejí specializované služby, mezi které patří penzijní pojištění, stavební spoření, factoring, spotřebitelské úvěry a pojištění.

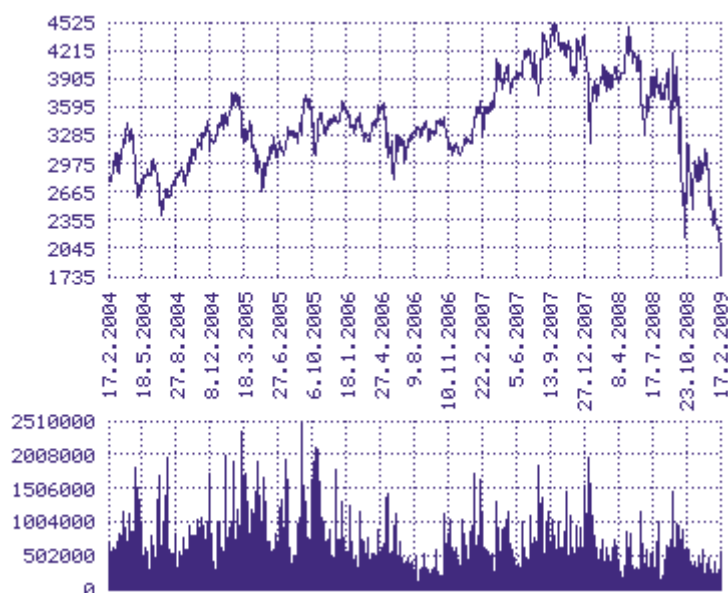
Obezřetný přístup k řízení rizik KB, dobrá likvidita a kapitálová přiměřenost, příznivé hospodářské výsledky a podpora SG jsou vyjádřeny v ratingových hodnoceních banky. Dlouhodobý rating od společnosti Moody's Investors Service byl ke konci března 2008 na stupni A1, od společnosti Standard & Poor's na stupni A+ a od společnosti Fitch na stupni A+.“<sup>1</sup>

S akciemi Komerční banky se obchoduje na Pražské burze od 22.6.1993. **Z počátečních více než 4000 korun** oslabuje na 1000-1500 korun v letech 1994-1995, dosahuje lokálního maxima v roce 1997 nad hranicí 3000 korun a vrací se zpět k minimu až pod 500 korun na přelomu let 1998 a 1999. Od tohoto momentu dlouhou dobu stabilně roste až do konce roku 2007, kdy znovu překonává úroveň 4000 korun. Následně prudce oslabuje **až k dnešním 1650 korunám**<sup>2</sup>, což je úroveň z roku 2002 nebo dokonce 1997.

---

<sup>1</sup> *Komerční banka – Základní informace* [online]. c2006, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <<http://www.kb.cz/cs/com/profile/index.shtml>>.

<sup>2</sup> Stav k 18.2.2009 11:00 hodin.



**Obr. 4.3: Vývoj ceny a objemu obchodů s akcemi Komerční banky na BCPP. Zdroj [14].**

**Nedávné zprávy vztahující se k titulu Komerční banka** (zdroj [12] pokud není uvedeno jinak):

- **20.1.2009 – KB: Úspěchem by bylo zvýšení zisku o 5-6%** - Generální ředitel Komerční banky Laurent Goutard řekl, že by považoval za velký úspěch, pokud by zisk banky v tomto roce vzrostl o 5-6 %. Podle našeho názoru je tento růst pro KB dosažitelný. Naše současná projekce počítá s meziročním nárůstem čistého zisku v roce 2009 o 5,3 %.
- **22.1.2009 – Cyrrus snižuje cíle pro Erste a KB a mění doporučení** - Analytici brokerské společnosti Cyrrus mění své názhledy na akcie Erste a KB.  
V případě KB mění původní doporučení "hold" na "buy" a **snížují cíl na 3639 Kč.**
- **18.2.2009 – KB loni zvedla zisk na 13,2 mld., navrhuje dividendu 180 Kč/akcii** – „...**Dividenda** ze zisku roku 2008 bude managementem navržena ve stejné výši jako v minulém roce (**180 Kč na akcii**), **což představuje výplatní poměr 52% a dividendový výnos 10 %**. Oznámené výsledky, přestože byly mírně horší než očekávání trhu, nepřinesly žádné výrazné

negativní překvapení a opět **potvrdily stabilitu a silný fundament banky**. Díky zajímavému dividendovému výnosu a relativní stabilitě vykazovaných výsledků by i nadále mohla lákat dlouhodobé investory. Další vývoj ceny akcií bude ovlivněn především celkovým sentimentem vůči bankovnímu sektoru a účinností opatření vlád na pomoc ekonomikám.“

- **18.2.2009<sup>1</sup>** – **Komerční banka vykázala za loňský rok konsolidovaný čistý zisk ve výši 13,2 miliardy korun**. Jde o meziroční **navýšení** hospodářského výsledku o dvě miliardy korun, čili zhruba **osmnáct procent**. Vlastník Komerční banky, francouzská Société Générale, která na konci roku 2006 bojovala se ztrátou, zvrátila trend a za poslední čtvrtletí minulého roku vykázala také čistý zisk ve výši 87 milionů eur (2,6 miliardy korun). **Francouzská banka však varovala, že tržní prostředí zůstane letos problematické.**

Počet akcií KB v emisi na Pražské burze je 38 009 852 kusů. Tržní kapitalizace ke dni 17.2.2009 potom činí cca 3,4 mld. USD.

Ukazatel **P/E** je ke dni 17.2.2009 na hodnotě **6,09**.

**Ke dni 1.3.2009** platí následující. Poslední zjištěná **cílová cena je 2226 Kč** od společnosti Citigroup ze dne 26.2.2009. **Aktuální cena činí 1665 Kč**.

#### **4.1.4 ČEZ**

„Akciová společnost ČEZ byla založena v roce 1992 Fondem národního majetku ČR. Hlavním akcionářem je Česká republika, pro kterou vykonává správu jejího akciového podílu Ministerstvo financí České republiky. **Hlavním předmětem činnosti ČEZ, a. s., je výroba a prodej elektřiny a s tím související podpora elektrizační soustavy.** Zároveň se zabývá výrobou, rozvodem a prodejem tepla.

**V roce 2003 vznikla** spojením ČEZ, a. s., s distribučními společnostmi Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika, **Skupina ČEZ**, která se tak

---

<sup>1</sup> Týden.cz | *KB navzdory krizi zvýšila svůj zisk* [online]. 18.2.2009, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <[http://www.tyden.cz/tubriky/byznys/cesko/kb-navzdory-krizi-zvysila-zisk\\_106055.html](http://www.tyden.cz/tubriky/byznys/cesko/kb-navzdory-krizi-zvysila-zisk_106055.html)>.

stala nejvýznamnějším energetickým uskupením regionu střední a východní Evropy. Skupina ČEZ patří do evropské desítky největších energetických koncernů a je nejsilnějším subjektem na domácím trhu s elektřinou. **V České republice je Skupina ČEZ největším výrobcem elektřiny a tepla, na většině území provozovatelem distribuční soustavy a nejsilnějším subjektem na velkoobchodním i maloobchodním trhu s elektřinou.** Většina výrobních kapacit je soustředěna v mateřské společnosti ČEZ, a. s.

Úspěšné akvizice distribučních firem v Bulharsku a Rumunsku, jakož i elektráren v Polsku a Bulharsku otevřely Skupině ČEZ cestu na nové trhy. V průběhu roku 2006 přibýly do Skupiny ČEZ nové dceřiné společnosti v Srbsku, Kosovu, Republice srpské v Bosně a Hercegovině a na Ukrajině. Byly zahájeny přípravy na povinný unbundling v Bulharsku, které úspěšně vyvrcholily začátkem roku 2007 jeho provedením. Koncem roku pak Skupiny ČEZ a MOL vytvořily strategickou alianci zaměřenou na budování plynových elektráren v Maďarsku.<sup>1</sup>

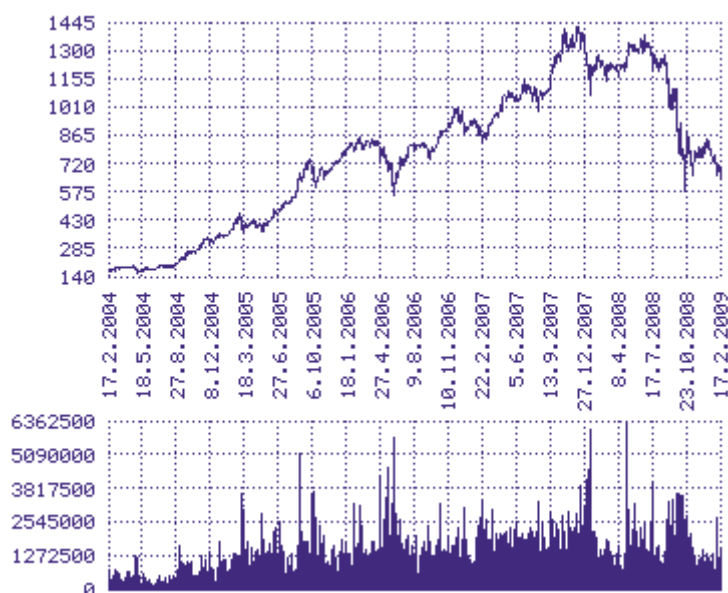
Akcie ČEZu jsou kotovány kromě BCPP i na burzách v Polsku (Varšava) a Německu (Frankfurt, Xetra, Berlin, Mnichov, Stuttgart).

**Vývoj ceny těchto akcií je zajímavý od 17.2.1999<sup>2</sup> (51,1 Kč) do konce roku 2007 (cca 1400 Kč).** Za toto období akcie zvýšily svou hodnotu téměř třicetinásobně. Růst byl přítom, až na výjimku v roce 2006, stabilní.

---

<sup>1</sup> *Současnost | O společnosti | Skupina ČEZ* [online]. c2009, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <<http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/profil-spolecnosti/soucasnost.html>>.

<sup>2</sup> 17.2.1999 došlo ke sloučení dvou emisí akcií ČEZ, a.s. (1100 a 1000 Kč) a jejich rozštěpení na akcie s jednotnou nominální hodnotou 100 Kč.



Obr. 4.4: Vývoj ceny a objemu obchodů s akciemi ČEZ na BCPP. Zdroj [14].

„Očekáváme, že ČEZ v letošním roce dosáhne rekordních výsledků díky vysokým loňským cenám, za něž prodával elektřinu na rok 2009. Pro akcie bude nicméně důležitější spíše to, jak velký a jak dlouhý může být pokles zisků od roku 2010 (cena elektřiny je dnes cca o 20 % nižší než ta, za niž ČEZ prodával elektřinu na letošní rok). Investory bude nepochybně zajímat také to, zda a v jaké výši bude ČEZ realizovat druhé kolo zpětného odkupu akcií (očekáváme, že by se v letošním roce mohlo jednat o 5-6 % vlastních akcií) a také výše dividendy (očekáváme při horní hranici zadaného výplatního poměru, nejspíše ve výši 50 Kč na akcii = dividendový výnos aktuálně 6,1%),“ uvádí Marek Hatlapatka.<sup>1</sup>

Analytici KBC Securities Tordai, Kyrilenko, Meszaros a Csaszar uvádí, že společnost prodala 75 % své výrobní kapacity pro tento rok za ceny kolem 63 – 65 Eur za MWh.

„To znamená, že současný pokles cen elektřiny se téměř nedotkne krátkodobého cash flow ČEZ, což vede k relativně dobré čitelnosti zisků za tento rok,“ uvádí analytici. Hlinomaz z BHS dodává: „Akciový trh ČEZ by přes zpomalení

<sup>1</sup> Akta PX: Chci uvěřit, aneb rok 2009 ve SPAD, díl 1.: ČEZ – Trvalka s příliš velkým leskem (+přehled doporučení) [online]. 26.1.2009, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <<http://ipoint.financninoviny.cz/akta-px-chci-uverit-aneb-rok-2009-ve-spad-dil-1-cez-trvalka-s-prilis-velkym-leskem-prehled-doporuceni.html>>.

ekonomik států Evropy a celkovou nejistotu na akciových trzích mohly vykazovat relativně stabilní vývoj kurzu s menšími fluktuacemi než vloni. Nicméně **titul bude asi vystaven určité konfrontaci předchozích optimistických představ trhu a skutečného vývoje**, která může brzdit kapitálový výnos z růstu akcií zejména v první polovině roku. **Bud' jak bud', ČEZ bude společností, která nabídne v roce 2009 opět růst čistého zisku a dividendu.**<sup>1</sup>

Počet kusů akcií v emisi je 592 210 843. Tržní kapitalizace ke dni 17.2.2009 je cca 17,5 mld. USD.

Ukazatel P/E je ke dni 17.2.2009 roven číslu **6,79**.

**Ke dni 1.3.2009** platí následující. Poslední zjištěná **cílová cena je 1200 Kč** od společnosti Sal. Oppenheim ze dne 26.2.2009. **Aktuální cena činí 671 Kč**.

#### **4.1.5 Telefónica O2 CZ**

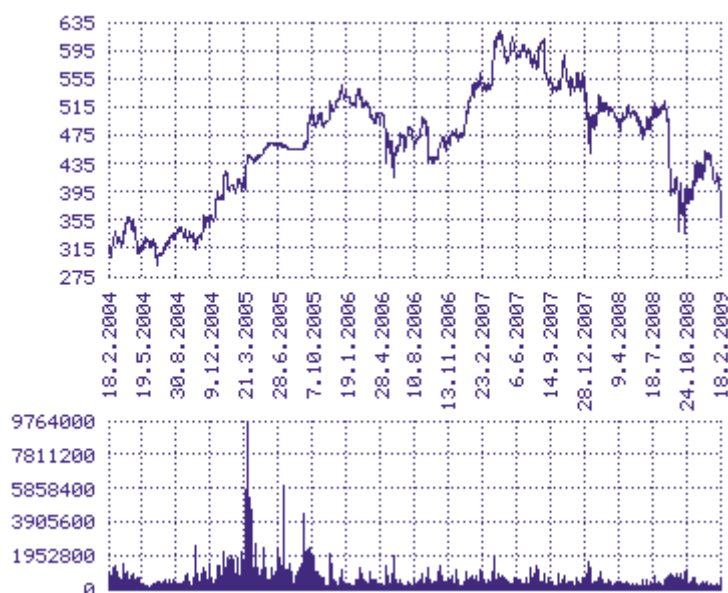
„V rámci mezinárodní skupiny Telefónica patří Telefónica O2 Czech Republic ke skupině Telefónica Europe. **Telefónica O2 Czech Republic je předním integrovaným telekomunikačním operátorem na českém trhu.** V současnosti provozuje více než sedm miliónů mobilních a pevných linek, což z ní činí jednoho z vedoucích poskytovatelů plně konvergentních služeb na světě.“<sup>2</sup>

S akciemi Telefónica O2 se obchoduje na Pražské burze od 4.6.1998. V tento den byla jejich cena 434 Kč. **Jak společnost, tak její akcie jsou poměrně stabilní, a tak cena nezaznamenala za posledních více než deset let obchodování výraznější nárůsty či propady** (v porovnání s ostatními tituly; za výrazný pohyb se dá považovat snad jen téměř dvojnásobný růst v letech 2004-2007). **Je to hlavní důvod, proč investoři tyto akcie hodnotí jako tzv. defenzivní** a přiklánějí se k jejich koupi v době zvýšeného tržního rizika.

---

<sup>1</sup> *Akta PX: Chci uvěřit, aneb rok 2009 ve SPAD, díl 1.: ČEZ – Trvalka s příliš velkým leskem (+přehled doporučení)* [online]. 26.1.2009, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <<http://ipoint.financninoviny.cz/akta-px-chci-uverit-aneb-rok-2009-ve-spad-dil-1-cez-trvalka-s-prilis-velkym-leskem-prehled-doporuceni.html>>.

<sup>2</sup> *O2 | O nás – Profil společnosti* [online]. [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <[http://www.cz.o2.com/osobni/cz/o\\_nas/profil\\_spolecnosti/index.html](http://www.cz.o2.com/osobni/cz/o_nas/profil_spolecnosti/index.html)>.



**Obr. 4.5: Vývoj ceny a objemu obchodů s akciemi TO2 na BCPP. Zdroj [14].**

„Titul v jednom z nejtemnějších let burzovní historie ztratil „jen“ 23 %. „Telefónica nabízí nejvyšší výhled růstu tržeb mezi operátory v regionu CEE<sup>1</sup>, což implikuje, že vysoké dividendové výnosy jsou udržitelné. Naše hodnocení založené na DCF<sup>2</sup> naznačuje fundamentální hodnotu ve výši 540 Kč za akcii, což implikuje 21% růstový potenciál,“ uvádí na adresu titulu analytici Antay a Melsens z KBC Securities, kteří zároveň vyzdvihují silný očekávaný růst zisku (v letech 2008 – 2011 průměrně 9,2 % ročně), vzhledem k situaci na úvěrových trzích pozitivně hodnotí nízké zadlužení a v příštích dvou letech očekávají nezměněnou výši dividendy.

**Pro investory atraktivní stále zůstává dividendový výnos, i ostatní defenzivní charakteristiky akcie budou zachovány.**

Mezi faktory ovlivňující cenu titulu počítá analytik Petr Hlinomaz především **udržení dividendy minimálně na 50 Kč/akcii** s výhledem do následujících let. „**Lze očekávat pokračující stabilní vývoj CF a menší citlivost hospodaření společnosti na zpomalení české ekonomiky,**“ dodává analytik. „Při 2009F EV/EBITDA ve výši 4,9x se akcie TO2 v současnosti obchodují s 20,5% premií vůči sektorovému průměru CE3. Domníváme se, že premie je vzhledem k solidnímu růstovému profilu společnosti a

<sup>1</sup> CEE – Central and Eastern Europe – Střední a východní Evropa.

<sup>2</sup> DCF – Discounted Cash Flow – Diskontované cash flow.



dividendovému výnosu opodstatněná, a očekáváme změnu ratingu, který valuaci přiblíží průměrné hodnotě u evropských telekomunikačních společností,“ uzavírají analytici KBC.“<sup>1</sup>

Počet kusů akcií v emisi je 322 089 890, tržní kapitalizace k 17.2.2009 činí cca 5,5 mld. USD.

Ukazatel P/E je ke dni 17.2.2009 na hodnotě **10,79**.

Ke dni **1.3.2009** platí následující. Poslední zjištěná cílová cena je 517 Kč od společnosti Raiffeisenbank ze dne 10.2.2009. Aktuální cena činí 377 Kč.

#### **4.1.6 NWR**

„**Vlastníkem** firmy **NWR**, která sídlí v Amsterdamu, je kyperská společnost **RPG Industries SE**, kterou ovládá skupina několika investorů včetně podnikatele **Zdeňka Bakaly**. Do holdingu patří rovněž druhý největší železniční dopravce v ČR OKD Doprava, zpracovatel důlního plynu OKD DBP a skupina RPG spravující nemovitosti (byty a pozemky) z dřívějšího majetku OKD. **Klíčový majetek NWR představuje černouhelná těžební společnost OKD, která provozuje na Ostravsku pět dolů**. V nejbližších letech chce rozjet těžbu v polských dolech Morcinek a Debiensko. Další důležitou dceřinou firmou je koksárenská **NWR Coking**. NWR je s objemem 13,5 milionů tun prodaného uhlí za rok 2006 jedním z největších producentů černého uhlí ve střední Evropě.“<sup>2</sup>

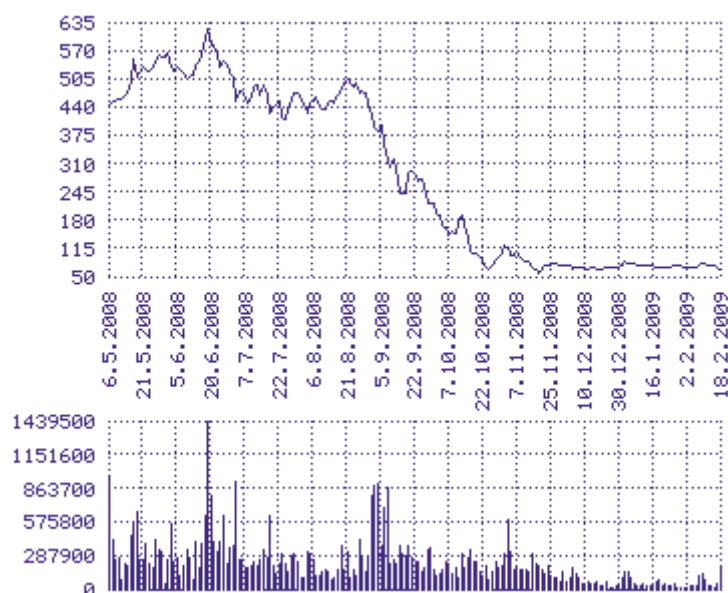
S akciemi NWR se na BCPP obchoduje od 6.5.2008. Jejich závěrací cena v tento den byla 445 Kč. O primární emisi akcií byl zájem několikanásobně větší, než kolik NWR nabízelo. **Dnes**<sup>3</sup> se jejich cena pohybuje okolo **70 Kč**. Hlavní trh mají tyto akcie v Londýně.

---

<sup>1</sup> *Akta PX: Chci uvěřit, aneb rok 2009 ve SPAD, díl 3.: Telefónica O2: Word of dividends (+přehled doporučení)* [online]. 28.1.2009, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <<http://ipoint.financninoviny.cz/akta-px-chci-uverit-aneb-rok-2009-ve-spad-dil-3-telefonica-o2-world-of-dividends-prehled-doporuceni.html>>.

<sup>2</sup> *IPO NWR očima analytiků Capital Partners – Měsíc.cz* [online]. 30.4.2008, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <<http://www.mesec.cz/tiskove-zpravy/ipo-nwr-ocima-analytiku-capital-partners/>>.

<sup>3</sup> Stav ke dni 18.2.2009.



Obr. 4.6: Vývoj ceny a objemu obchodů s akciemi NWR na BCPP. Zdroj [14].

**Analýzu současného stavu a výhledu pro tento titul lze shrnout v bodech:<sup>1</sup>**

- **Atraktivní obchodní model:** NWR je významným dodavatelem černého uhlí pro ocelárny ve vnitrozemí regionu CEE na bázi dlouhodobých smluv a ve většině případů s garantovanými objemy. Z tohoto důvodu se zdají být výrobní objemy NWR pro rok 2009 bezpečnější, než je tomu u konkurenčních společností.
- **Elektrárenské uhlí profituje z obav o dodávky energie:** Zatímco současné zpomalení ocelářského průmyslu výrazně tlačí na marže koksovatelného uhlí, ziskovost u elektrárenského uhlí výrazně profituje z rostoucích obav o bezpečnost dodávek zemního plynu.
- **Zlepšení efektivity výroby:** NWR plánuje nákup nového vybavení a technologie, modernizaci těžební infrastruktury, zvýšení produktivity a snížení nákladů. Tento program pomůže NWR si v regionu CEE udržet pozici producenta černého uhlí s nejnižšími náklady.

<sup>1</sup> NWR – Ve vlekú komodit – Analýza [online]. 22.1.2009, [cit. 2009-02-18]. Dostupné z URL <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1348508/nwr---ve-vleku-komodit---analyza.html>>.

- **Konsolidátor uhelného průmyslu v CEE:** Díky velmi zkušenému mezinárodnímu manažerskému týmu a silnému finančnímu profilu má NWR dobrou pozici stát se konsolidátorem sektoru těžby uhlí v oblasti slezské pánve.
- **Velmi přitažlivé ohodnocení:** Akcie NWR se v současné době obchodují při 2009F P/E ve výši **3,3x**, což představuje 27,8% diskont vůči celosvětovým konkurentům ve výši 4,5x. Jakmile trh obnoví svoji důvěru v zisky v roce 2009, což se pravděpodobně stane v lednu, kdy se má NWR vyjádřit k průměrné ceně koksárenského uhlí pro rok 2009, očekává se, že se pozornost vrátí k fundamentu, což by mělo vést k obratu ceny akcií NWR.

**Očekávaná dividenda** vyplácená v roce 2009 bude rozdělena na dividendu za 2.pololetí 2008 a pravděpodobně 1. pololetí 2009. Navrhovaná výše dividendy **za 2.pololetí 2008 je 0,18 EUR<sup>1</sup>**. Výplatní poměr z čistého zisku pro dividendu je 35%, oproti plánovaným 50%. K tomuto poměru by se měla společnost vrátit v dalších letech.

Počet kusů akcií v emisi je 263 799 259, tržní kapitalizace ke dni 17.2.2009 je cca 900 mil. USD.

**Ke dni 1.3.2009** platí následující. Poslední zjištěná cílová cena je 1,92 GBP od společnosti Credit Suisse ze dne 26.2.2009. To odpovídá při současném kurzu CZK/GBP (cca 31,7 CZK/EUR) 60,8 Kč. Aktuální cena činí 62,2 Kč.

## 4.2 Dluhopisy

Hlavním trhem dluhopisů v ČR je BCPP. Na Burze cenných papírů Praha jsou obchodovány **dluhopisy několika emitentů**, mezi nimi české a zahraniční **banky** (např. Česká spořitelna, eBanka, Hypoteční banka) **významné společnosti** (jako ČEZ, a.s., Česká pojišťovna, a.s., Dalkia Česká republika, a.s., Škoda auto, a.s.) **a samozřejmě i stát** (zastoupený ministerstvem financí ČR).

---

<sup>1</sup> *NWR: Analytici věští sesuv zisků, aneb vyfářej, kdo můžeš? Nový cíl pod 2 GBP dává Credit Suisse (+ přehled doporučení)* [online]. 26.2.2009, [cit. 2009-03-01]. Dostupné z URL: <<http://ipoint.financninoviny.cz/nwr-analytici-vesti-sesuv-zisku-aneb-vyfarej-z-investice-kdo-muzes-novy-cil-pod-2-gbp-dava-credit-suisse-prehled-doporuceni.html>>.

**Jde o různé druhy dluhopisů**, v největší míře jsou zastoupeny hypoteční zástavní listy, poté dluhopisy státní, dále bankovní a podnikové dluhopisy. Jak hypoteční zástavní listy, tak bankovní dluhopisy jsou emitovány bankami.

**Dluhopisy v nabídce se liší především datem splatnosti, úrokovou sazbou, cenou** (vyjádřenou v procentech z nominální hodnoty), **výnosem do splatnosti a důvěryhodností.**

**Na Burze cenných papírů Praha je ovšem nízká likvidita** a nenašel jsem obchodníka či investičního zprostředkovatele, který by obchodoval přímo zde. **Většina obchodů je uzavírána na sekundárním mezibankovním trhu**, kdy na žádost klienta je vyhledána protistrana pro zamýšlenou transakci a obchod poté vypořádán.

**Likvidita takovýchto obchodů je podle vyjádření obchodníka s cennými papíry (a zároveň člena BCPP) Patria, a.s. dostatečně vysoká**, obzvláště v dnešní době, kdy je o dluhopisy vzhledem ke klesající úrokové sazbě velký zájem. Neměl by tak být problém najít protistranu.

Také vzhledem k aktuální situaci na trhu **zaměřím pozornost pouze na dluhopisy státní**, které nabízí nejvyšší možnou spolehlivost splatnosti jistiny a vyplácení kupónových plateb.

### Státní dluhopisy

Nabídka dluhopisů i údaje o nich uváděné v této stati jsou převzaty ze stránek společnosti Patria, a.s. a jsou platné ke dni 4.3.2009. Níže je uvedena zkrácená nabídka státních dluhopisů, relevantní k investičnímu horizontu podniku.

Název	Cena prodej [%]	Výnos do doby splatnosti [%]	Durace [roky]	AÚV [Kč]
ST.DLUHOP. 4,10/11	101,900	3,140	1,910	456,694
ST.DLUHOP. 6,55/11	108,000	3,250	2,320	280,194
ST.DLUHOP. 3,55/12	99,000	3,850	3,280	139,042
ST.DLUHOP. 3,70/13	99,000	3,960	3,770	270,306
ST.DLUHOP. 3,80/15	98,000	4,180	5,140	346,222

**Tab. 4.2: Zkrácená nabídka státních dluhopisů s durací přibližně od 2 do 5 let. Zdroj [13] (upraveno).**

### **Příčemž:**

- **Cena prodej [%]** – rozumí se jí cena, za kterou je možné dluhopis zakoupit na trhu prostřednictvím obchodníka s cennými papíry Patria, a.s. (v této ceně není zahrnuta AÚV).
- **Výnos do doby splatnosti [%]** – je výnos per annum dosažitelný za podmínky, že bude dluhopis držen až do doby splatnosti a budou reinvestovány všechny kuponové platby z něj plynoucí. Do výpočtu výnosu do doby splatnosti je již započítán i alikvotní úrokový výnos – AÚV.

**Dluhopisy s durací nižší než dva roky** (splatností v roce 2010 a dříve) mají výnos do doby splatnosti **pod 3% p.a.** Buď jsou k nim vypláceny nízké kupónové platby, nebo jsou drahé. Obojí výnos do doby splatnosti snižuje.

**S rostoucí durací roste citlivost dluhopisu na změnu úrokové míry.** Snahou každého investora do dluhopisů je vyhnout se nebo alespoň omezit riziko změn úrokových měr. Platí navíc, že dluhopisy s delší dobou splatnosti jsou rizikovější. **Podle mého názoru, dluhopisy s durací vyšší než 5 let proto nejsou pro požadovaný investiční horizont podniku vhodné.**

Také současná situace na finančních trzích a očekávání výraznějšího navýšení úrokových sazeb v horizontu přibližně dvou let jsou důvodem ke **zdrženlivosti v nákupu dluhopisů s delší dobou splatnosti.** Zvýšení úrokových sazeb by způsobilo snížení cen těchto dluhopisů, a to mnohem více, než jak by se snížily ceny dluhopisů krátkodobých. To napovídá, že v současné době (za předpokladu, že investor by chtěl dluhopisy ještě v budoucnu před uplynutím jejich doby splatnosti zpeněžit) nejsou na trhu vhodné podmínky pro investice do dluhopisů s dobou splatnosti delší, než 2 roky. Potvrzuje to fakt, že **dluhopisy s delší dobou splatnosti nabízí** v dnešní době docela **zajímavé výnosy do doby splatnosti.** To je způsobeno jejich nižší cenou, resp. malým zájmem investorů o tyto cenné papíry.

Tento **poznatek si lze také dobře ověřit pozorováním cen dluhopisů právě se splatností do dvou let. Jejich výnos do doby splatnosti je pod 3% p.a.** Je tomu tak také právě proto, že o tyto dluhopisy je naopak velký zájem, což žene jejich ceny vzhůru a sráží výnosnost.

## 5 Vlastní volba vhodné investiční varianty

Vhodná investice bude navržena na základě posouzení dvou dílčích výsledků. Budou jimi jak zhodnocení vybraných akciových titulů, tak zhodnocení vybraných dluhopisů. Vzhledem k předpokládanému investičnímu horizontu 2 až 5 let budou propočítány a posouzeny dvě varianty, a to pro horizont 2 let a horizont 5 let.

### 5.1 Zhodnocení akciových titulů

Číselné údaje uvedené v kapitole 4.1 Podnikové akcie, budou zpracovány pomocí metody současné hodnoty (SH) a pro možnost vzájemného srovnání bude vypočítán očekávaný per annum zisk pro každou akcii. Poté budou tituly seřazeny podle vypočítaného per annum zhodnocení.

Při výpočtech současné hodnoty u jednotlivých titulů bude počítáno s následujícími hodnotami (Tab. 5.1):

Hodnota	Velikost [%] pro horizont	
	2 roky	5 let
Bezriziková tržní úroková míra	3,27	4,18
Prémie za rizikovost	4,03 (7,3-3,27)	3,12 (7,3-4,18)
Prémie za likviditu	0,5	0,5
<b>Diskontní míra (součet předchozích)</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>

Tab. 5.1: Vstupní hodnoty pro výpočty SH akcií

#### Příčemž:

- **Bezriziková tržní úroková míra pro horizont 2 roky** – byla stanovena na stejné úrovni jako výnos do doby splatnosti státního dluhopisu ST.DLUHOP. 6,55/11. Tento dluhopis je splatný 5.10.2011, jeho durace je tedy ke dni 1.3.2009 ještě 2,34 let<sup>1</sup>, což přibližně odpovídá dolní mezi předpokládaného investičního horizontu.

---

<sup>1</sup> Údaje o dluhopisu ST.DLUHOP. 6,55/11 jsou převzaty z nabídky společnosti Patria Direct, a.s. platné ke dni 1.3.2009.

- **Bezriziková tržní úroková míra pro horizont 5 let** – byla stanovena na stejné úrovni jako výnos do doby splatnosti státního dluhopisu ST.DLUHOP. 3,80/15. Tento dluhopis je splatný 11.4.2015, jeho durace je tedy ke dni 4.3.2009 ještě 5,14 let<sup>1</sup>, což přibližně odpovídá horní mezi předpokládaného investičního horizontu.
- **Prémie za rizikovost** – byla vypočítána jako rozdíl mezi průměrným ročním zhodnocením cenového indexu DJ Euro Stoxx 50 (tj. 7,3%, data z let 1987-2006)<sup>2</sup> a bezrizikovou tržní úrokovou mírou.
- **Prémie za likviditu** – vzhledem k tomu, že všechny posuzované akcie jsou kotovány na BCPP v segmentu SPAD, který se vyznačuje vysokou likviditou, určí subjektivním odhadem premii za likviditu na výše uvedenou hodnotu.

### 5.1.1 Očekávaná zhodnocení akcií

**Cílové ceny pro horizont dvou let** jsou přeneseny z kapitoly 4.1 Podnikové akcie. **Pochází z renomovaných zdrojů a podle mého názoru jsou právě v tomto horizontu dosažitelné.** Cílové ceny **pro horizont 5 let** vychází z cílových cen pro horizont 2 roky. Rozdíl tří let je zohledněn **zvýšením cílových cen o 23,5%** (násobením koeficientem  $i_{2,5} = 1,235$ ). Koeficient byl vypočítán na základě zjištěného průměrného růstu cenového akciového indexu DJ Euro Stoxx 50 (7,3% p.a.).

$$k_{2-5} = \left(1 + \frac{7,3}{100}\right)^3 \doteq \underline{1,235}$$

**Aktuální ceny** v této kapitole jsou **platné k datu 1.3.2009**. Ve výpočtech **není kalkulováno s reinvesticí dividend**. **Zhodnocení je počítáno jako zhodnocení roční (per annum)**, aby se mezi sebou daly investiční horizonty porovnávat. **Výpočet**

---

<sup>1</sup> Údaje o dluhopisu ST.DLUHOP. 3,80/15 jsou převzaty z nabídky společnosti Patria Direct, a.s. platné ke dni 4.3.2009.

<sup>2</sup> *Dividendy tvoří až polovinu akciových zisků, těží z nich i nový typ fondů* [online]. 5.4.2006, [cit. 2009-03-01]. Dostupné z URL: <<http://www.penize.cz/18009-dividendy-tvori-az-polovinu-akciovych-zisku-tezi-z-nich-i-novy-ty-p-fondu>>.

zhodnocení ze znalosti současné hodnoty (SH) akcií pro horizont dvou nebo pěti let je následovný:

$$i_2 = \left( \sqrt[2]{\frac{SH_2}{P}} - 1 \right) \cdot 100[\%] \quad i_5 = \left( \sqrt[5]{\frac{SH_5}{P}} - 1 \right) \cdot 100[\%]$$

kde: SH ... je současná hodnota akcie (pro horizont 2 nebo 5 let).

P ... je aktuální cena akcie.

i ... je zhodnocení per annum pro horizont 2 nebo 5 let.

Postup výpočtu současné hodnoty byl uveden v kapitole 2.3.1. **Výpočet současné hodnoty i zhodnocení bude rozepsán pro první dva tituly, dále se předpokládá obdobný způsob řešení.**

### CETV

Hodnoty	Aktuální	
Aktuální cena (P)	130 Kč	
P/E	5,02	
Hodnoty	Pro horizont	
	2 roky	5 let
Cílová cena	133,2 Kč	164,5 Kč
Očekávaná roční dividenda	Není	Není
Diskontní míra	7,8 %	7,8 %
<b>Současná hodnota (SH)</b>	<b>114,62 Kč</b>	<b>113,00</b>
<b>Zhodnocení p.a.</b>	<b>-6,1 %</b>	<b>-2,76 %</b>

Tab. 5.2: Souhrn číselných údajů zjištěných k titulu CETV.

$$\text{Kde: } SH_{2\text{roky}} = \frac{133,2}{(1+0,078)^2} \doteq \underline{\underline{114,62\text{Kč}}}, \quad SH_{5\text{let}} = \frac{164,5}{(1+0,078)^5} \doteq \underline{\underline{113,00\text{Kč}}}$$

$$i_2 = \left( \sqrt[2]{\frac{114,62}{130}} - 1 \right) \cdot 100 = \underline{\underline{-6,1\%}}, \quad i_5 = \left( \sqrt[5]{\frac{113}{130}} - 1 \right) \cdot 100 = \underline{\underline{-2,76\%}}$$



## Erste Bank

Hodnoty	Aktuální	
Aktuální cena (P)	215 Kč	
P/E	2,34	
Hodnoty	Pro horizont	
	2 roky	5 let
Cílová cena	559,2 Kč	690,6 Kč
Očekávaná roční dividenda	0,65 € = 18,26 Kč <sup>1</sup>	
Diskontní míra	17,8 %	17,8 %
Současná hodnota (SH)	431,63 Kč	361,81 Kč
Zhodnocení p.a.	41,69 %	10,97 %

Tab. 5.3: Souhrn číselných údajů zjištěných k titulu Erste Bank.

$$\text{Kde: } SH_{2\text{roky}} = \frac{18,26}{(1+0,178)} + \frac{18,26 + 559,2}{(1+0,178)^2} = \underline{\underline{431,63\text{Kč}}}$$

$$SH_{5\text{let}} = \frac{18,26}{(1+0,178)} + \frac{18,26}{(1+0,178)^2} + \frac{18,26}{(1+0,178)^3} + \frac{18,26}{(1+0,178)^4} + \frac{18,26 + 690,6}{(1+0,178)^5} = \underline{\underline{361,81\text{Kč}}}$$

$$i_2 = \left( \sqrt[2]{\frac{431,63}{215}} - 1 \right) \cdot 100 = \underline{\underline{41,69\%}}$$

$$i_5 = \left( \sqrt[5]{\frac{361,81}{215}} - 1 \right) \cdot 100 = \underline{\underline{10,97\%}}$$

---

<sup>1</sup> CZK/EUR k 1.3.2009 je cca 28,1Kč.

## Komerční banka

Hodnoty	Aktuální	
Aktuální cena (P)	1665 Kč	
P/E	6,09	
Hodnoty	Pro horizont	
	2 roky	5 let
Cílová cena	2226 Kč	2749,1 Kč
Očekávaná roční dividenda	180 Kč	
Diskontní míra	7,8 %	7,8 %
<b>Současná hodnota (SH)</b>	<b>2237,39 Kč</b>	<b>2610,91 Kč</b>
<b>Zhodnocení p.a.</b>	<b>15,92 %</b>	<b>9,41 %</b>

Tab. 5.4: Souhrn číselných údajů zjištěných k titulu Komerční banka.

## ČEZ

Hodnoty	Aktuální	
Aktuální cena (P)	671 Kč	
P/E	6,79	
Hodnoty	Pro horizont	
	2 roky	5 let
Cílová cena	1200 Kč	1482 Kč
Očekávaná roční dividenda	50 Kč	
Diskontní míra	7,8 %	7,8 %
<b>Současná hodnota (SH)</b>	<b>1122,04 Kč</b>	<b>1218,71 Kč</b>
<b>Zhodnocení p.a.</b>	<b>29,31 %</b>	<b>12,68 %</b>

Tab. 5.5: Souhrn číselných údajů zjištěných k titulu ČEZ.

## Telefónica O2

Hodnoty	Aktuální	
Aktuální cena (P)	377 Kč	
P/E	10,79	
Hodnoty	Pro horizont	
	2 roky	5 let
Cílová cena	517 Kč	638,5 Kč
Očekávaná roční dividenda	50 Kč	
Diskontní míra	7,8 %	7,8 %
Současná hodnota (SH)	534,30 Kč	639,29 Kč
Zhodnocení p.a.	19,05 %	11,14 %

Tab. 5.6: Souhrn číselných údajů zjištěných k titulu Telefónica O2.

## NWR

Hodnoty	Aktuální	
Aktuální cena (P)	62,2 Kč	
P/E	3,3	
Hodnoty	Pro horizont	
	2 roky	5 let
Cílová cena	60,8 Kč	75,1 Kč
Očekávaná roční dividenda	10,12 Kč	
Diskontní míra	7,8 %	7,8 %
Současná hodnota (SH)	70,42 Kč	92,20 Kč
Zhodnocení p.a.	6,40 %	8,19 %

Tab. 5.7: Souhrn číselných údajů zjištěných k titulu NWR.

### 5.1.2 Seřazení akcií dle očekávaných zhodnocení

Výše uvedená zhodnocení jednotlivých titulů lze seřadit sestupně a získat tak jedno z hledisek pro volbu investice, a to v horizontu dvou nebo pěti let.

Pořadí	Název	Zhodnocení [%]
1.	<i>Erste Bank</i>	41,69
2.	ČEZ	29,31
3.	Telefónica O2	19,05
4.	Komerční banka	15,92
5.	NWR	6,40
6.	CETV	-6,10

Tab. 5.8: Seřazení akcií sestupně podle očekávaného zhodnocení per annum pro horizont investice 2 roky.

Pořadí	Název	Zhodnocení [%]
1.	ČEZ	12,68
2.	Telefónica O2	11,14
3.	<i>Erste Bank</i>	10,97
4.	Komerční banka	9,41
5.	NWR	8,19
6.	CETV	-2,76

Tab. 5.9: Seřazení akcií sestupně podle očekávaného zhodnocení per annum pro horizont investice 5 let.

Jak pro horizont dvou, tak pěti let, se na prvních třech pozicích umístily akcie společností ČEZ, Telefónica O2 a Erste Bank. Lze tedy pozorovat, že stabilní postavení společností ČEZ a Telefónica O2 na trhu je analytiky promítnuto i do cílových cen, resp. očekávaného zhodnocení. Výjimkou v současné době může být podle mého názoru (i jak potvrzují výpočty očekávaných zhodnocení) zařazení Erste Bank na první místo pro horizont dvou let. V relativně krátké době nabízí vysoký očekávaný zisk, ovšem nutno podotknout, že za cenu mnohem vyššího rizika.

Seřazení očekávaných zhodnocení pro horizont pěti let podle mého názoru již dobře reflektuje aktuální pohled na akciové trhy očima investorů. V popředí

**zájmu jsou v dnešní nejisté době akcie tzv. „defenzivních“ titulů (ČEZ, Telefónica O2). Následují banky (Erste Bank, Komerční banka) pro své předpokládané nynější podhodnocení. Dále pak převážně spekulativně akcie ostatních společností, mezi nimi i akcie zde posuzované (NWR, CETV).**

Z výše uvedeného seřazení jsou zřejmé **rozdíly mezi** investičním záměrem na dobu **2 a 5 let**. Dobře je čitelná **změna u** zařazení **Erste Bank**, která se **pro delší investiční horizont** posunula **na třetí místo**. Je tomu tak proto, že **v delším časovém horizontu se více projeví prémie za riziko**, která jí byla přiřazena.

**Zhodnocení akcií v delším období snižují menší očekávané nárůsty jejich cen mezi 2. a 5. rokem trvání investice (7,3% p.a.)**. Díky relativně „vysoko“ posazeným cílovým cenám titulů v horizontu dvou let vychází pro tento časový horizont vyšší zhodnocení per annum. Tato situace je možná podle mého názoru proto, že **akcie jsou v dnešní době již velmi podhodnocené a návrat ke „spravedlivým“ cenám, neboli k cenám cílovým, předpokládám v kratším časovém úseku (do konce roku 2011), a to jako korekci propadů cen z roku 2008 a počátku roku 2009**. Poté již očekávám pozvolnější nárůst.

K hodnoceným titulům se dá ještě dodat poznatek, že **v cílových cenách jsou již docela dobře zahrnuta i očekávání investorů. Pořadí, které bylo získáno výpočtem očekávaných budoucích zhodnocení, relativně dobře koresponduje s atraktivitou titulů (u investorů, nikoli spekulantů) na BCPP v současné době.**<sup>1</sup>

## **5.2 Zhodnocení dluhopisů**

Aktuální<sup>2</sup> nevýhodou dluhopisů je jejich **nízký výnos** do doby splatnosti. Vzhledem k velkému zájmu o tyto investiční nástroje roste jejich cena, a to snižuje celkový dosažitelný výnos z nich plynoucí.

**Podstatným rizikem**, které pro investici do dluhopisů v dnešní době hrozí, **je možné zvýšení úrokových sazeb centrální bankou v budoucnu v reakci na inflaci**.

---

<sup>1</sup> Stav k 4.3.2009 odráží můj vlastní názor.

<sup>2</sup> Veškerá zhodnocení v této kapitole jsou poplatná k datu 5.3.2009.

Toto **riziko** je velice aktuální a je **zřejmé již z přehnaných cen krátkodobých dluhopisů**. Ty odráží obavy investorů právě z **inflace**.

**Investor, zamýšlející investici do dluhopisů, se tak v aktuálním čase dostává do obtížně řešitelné situace. Zatímco relativně bezpečné krátkodobé dluhopisy jsou předražené a často nabízí výnos blížící se nule, dlouhodobé dluhopisy se stávají velice rizikovými** kvůli předpokladu vysoké inflace v horizontu několika let (podle mého názoru dvou let). Inflace by znamenala s velkou pravděpodobností zvýšení úrokové sazby centrální banky. To by zapříčinilo výrazné snížení ceny dlouhodobých dluhopisů a tedy i výnosu. Proto je nyní jejich cena oproti dluhopisům krátkodobým nižší.

**V porovnání s uložením volných finančních prostředků na termínovaný účet v bance je výnosnost dluhopisů nedostačující.** Jako příklad lze uvést informaci ze sazebníku České spořitelny pro vkladové účty, platného k 1.2.2009. Při vkladu částky vyšší než 1 milión korun na dobu 12 měsíců činí **zhodnocení 3,00 % p.a.** To je oproti investicím do dluhopisů výhodné především díky absenci potřeby sledovat vývoj na finančním trhu v případě, že by chtěl management podniku portfolio s dluhopisy pravidelně hodnotit. A je to výhodné i v případě investice s pevným časovým horizontem, jelikož u dluhopisů je takového zhodnocení v současné době možné dosáhnout až při duraci dluhopisu vyšší, než 2 roky. Kapitál je tam tedy vázán minimálně dvakrát déle, než v bance.

Způsob uložení peněz / investice	Nabízené zhodnocení [%]
Dluhopis se splatností za cca 2 roky	3,27
Dluhopis se splatností za cca 5 let	4,18
Termínovaný účet v České spořitelně (12 měsíců)	3

**Tab. 5.10: Srovnání zhodnocení dluhopisů a termínovaného účtu**

Vzhledem k výše zmíněným faktorům, investice do dluhopisů v současné době nedoporučuji. V bodech jsou to tedy především:

- Očekávání inflace v horizontu dvou let.
- Z toho vyplývající nevhodnost nákupu dlouhodobých dluhopisů.
- Krátkodobé dluhopisy jsou k dostání pouze za „přemrštěné“ ceny a poskytují tak velmi malý výnos.
- Zhodnocení peněz u banky na termínovaném účtu je srovnatelné, uložení peněz do banky je vázáno pouze na jeden rok a nevyžaduje vyšší znalosti ani zkušenosti z oblasti investičního rozhodování.

### **5.3 Vlastní návrh**

Vzhledem ke skutečnosti, že investice do dluhopisů v současné době nedoporučuji, vyjdu pro návrh vhodné investice podniku ze zhodnocení akciových titulů blíže komentovaného v kapitole 5.1.

Pro investiční horizont 2 roky i 5 let bude v této kapitole uvažováno již pouze se zkráceným výběrem ze tří akciových titulů, které podle seřazení v tabulkách Tab. 5.8 a Tab. 5.9 vykazují nejvyšší očekávaná zhodnocení, a jak bylo uvedeno v kapitole 5.1.2, jsou zároveň akciemi společností se stabilní pozicí na trhu a v současnosti stojí v popředí zájmu většiny investorů.

Konkrétní realizované portfolio záleží na míře averze managementu podniku k riziku investice. Pro názornost je ke každému investičnímu horizontu navrženo jedno ukázkové portfolio.

## Investiční horizont 2 roky

Pro investiční horizont 2 roky jsou to tři následující tituly (Tab. 5.11):

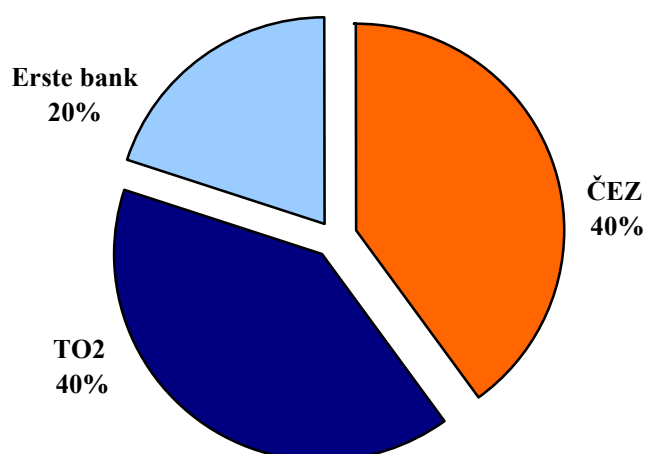
Pořadí	Název	Zhodnocení [%]
1.	Erste Bank	41,69
2.	ČEZ	29,31
3.	Telefónica O2	19,05

Tab. 5.11: Tři nejvhodnější akciové tituly pro investici v horizontu 2 let.

Druhá a třetí se umístily akcie společnosti **ČEZ** a **Telefónica O2**, které mají zmiňované stabilní postavení na trhu a **investice do jejich akcií jsou z dlouhodobého hlediska vnímány jako velmi spolehlivé**. Fakt, že se před nimi umístila akcie Erste Bank, je dán vysokým očekávaným zhodnocením v blízké budoucnosti. Nicméně **u titulu Erste Bank je nutno jako součást očekávaného vyššího zhodnocení přijmout vyšší riziko investice**.

**Doporučoval bych** managementu podniku toto **riziko omezit**, a to **snížením poměrné výše finančních prostředků investovaných do akcií Erste Bank**.

**Portfolio by potom mělo obsahovat převážnou část akcií méně rizikových** (vzhledem k tomu, že je to možné) **a podle mého názoru by mohlo vypadat například následovně** (Obr. 5.1):



Obr. 5.1: Návrh akciového portfolia pro horizont investice 2 roky.



**Očekávané zhodnocení portfolia** per annum pak bude váženým průměrem zhodnocení jednotlivých akciových titulů v něm obsažených.

$$i_2 = 0,2 \cdot 41,69 + 0,4 \cdot 29,31 + 0,4 \cdot 19,05 = \underline{\underline{27,68\%}}$$

kde:  $i_2$  ... je zhodnocení per annum pro horizont 2 let.

### **Investiční horizont 5 let**

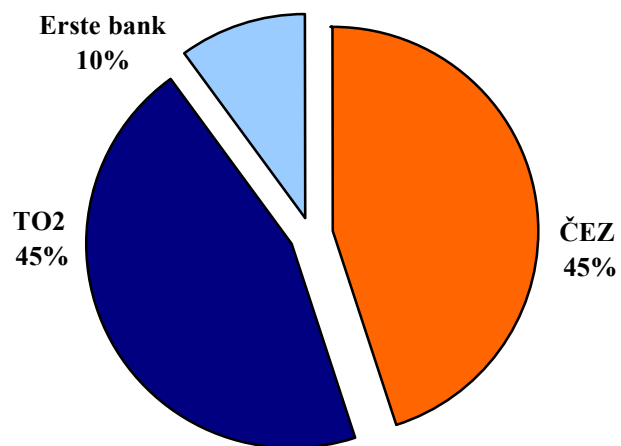
**První tři akciové tituly** pro horizont 5 let jsou tyto (Tab. 5.12):

Pořadí	Název	Zhodnocení [%]
1.	ČEZ	12,68
2.	Telefónica O2	11,14
3.	Erste Bank	10,97

**Tab. 5.12: Tři nejvhodnější akciové tituly pro investici v horizontu 5 let.**

Vhodnost titulů pro horizont 5 let v tomto pořadí mohu na základě výše zmíněných skutečností pouze potvrdit.

Rozložení finančních prostředků pro investici v **horizontu 5 let** by mohlo být **například** následující: **ČEZ – 45%, Telefónica O2 – 45% a Erste Banka 10%**. Důležitou vlastností takového portfolia je, že **omezuje vliv rizikových akcií Erste Banky** na jeho výnosnost. **Podle mého názoru by tedy portfolio mohlo vypadat například následovně** (Obr. 5.2):



**Obr. 5.2: Návrh akciového portfolia pro horizont investice 5 let.**

**Očekávané zhodnocení per annum** takového portfolia bude, obdobně jako v případě investice na 2 roky, váženým průměrem zhodnocení jednotlivých akciových titulů v něm obsažených.

$$i_5 = 0,45 \cdot 12,68 + 0,45 \cdot 11,14 + 0,1 \cdot 10,97 = \underline{\underline{11,82\%}}$$

kde:  $i_5$  ... je zhodnocení per annum pro horizont 5 let.

## 6 Závěr

Výměnou volných peněžních prostředků za finanční investiční nástroje management podniku očekává zhodnocení těchto prostředků v budoucnosti, a to v míře, která je uchrání před znehodnocením působením inflace, případně přinese podniku dodatečné zisky. Ze široké škály finančních investičních instrumentů jsou právě akcie a dluhopisy nejdůležitějšími cennými papíry, obchodovanými na burzách cenných papírů po celém světě.

Management podniku si musí být vědom rizik., která jsou s investováním do cenných papírů spojená. Očekávané budoucí výnosy z akcií a dluhopisů podléhají mnoha faktorům. U akcií spekuluje investor v první řadě na změnu jejich ceny v čase, nicméně nabízí se zde i možnost využít dividend u některých titulů. S držbou kmenových akcií je také standardně spojeno hlasovací právo a právo na odpovídající podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti. Těchto dvou práv již bývá investory využíváno v menší míře. Výběr vhodných akciových titulů do investičního portfolia probíhá na základě posouzení veřejně dostupných informací o hospodaření společnosti s využitím některých ukazatelů, cílových cen a dále například výpočtem jejich současných hodnot, pro možnost jejich vzájemného srovnání. U dluhopisů je pro rozhodování směrodatný jejich výnos do splatnosti, který zohledňuje aktuální tržní cenu a alikvotní úrokový výnos k výši kupónových plateb.

V soudobé ekonomické situaci jsou pro investiční rozhodování důležitými ukazateli především výše očekávané inflace v následujících dvou až pěti letech, na ně navazující výše úrokových sazeb centrální banky a v neposlední řadě také tempo růstu vyspělých ekonomik. Významnou roli ve vývoji na finančních trzích začaly hrát jednotlivé státy a jejich zásahy, a to především prostřednictvím své fiskální politiky. Prognózy se shodují na růstu inflace a úrokových sazeb již v roce 2010. Můj názor je, že inflace začne prudce růst přibližně za dva až tři roky, tedy v průběhu roku 2011. Takový nárůst předpokládám jako reakci na znehodnocený americký dolar vlivem nízké úrokové sazby v USA a kvantitativního uvolňování peněz do oběhu. K těmto krokům začínají přistupovat také další země. S ohledem na tuto skutečnost je možné očekávat znehodnocení i jiných měn, než jen USD.

Investiční prostředí je v současné době velmi rizikové. V centru zájmu leží otázka a právě diskuse o tom, zda již bylo dosaženo minimálních cen akcií, tedy pomyslného dna. Nicméně, s ohledem na výrazné poklesy cen většiny světových akcií, doporučuji zaměřit se na nákup těchto instrumentů s výhledem na jejich zhodnocení v dlouhodobém horizontu, dvou až pěti let. Pořízení akcií s výhledem na krátkodobější zhodnocení je možné, ovšem pouze za předpokladu přijetí vyššího rizika.

Co se týče dluhopisů, vzhledem ke skutečnosti, že v horizontu dvou let očekávám vysokou inflaci, nedoporučuji pořízení dlouhodobých dluhopisů. Naproti tomu krátkodobé dluhopisy jsou již nyní relativně drahé a neposkytují adekvátní výnos. Investice do dluhopisů tedy není v současné době podle mého názoru, na základě analýzy z dostupných informací a posuzovaného zhodnocení vhodná.

V konečném vlastním návrhu se proto objevuje pouze investice do vybraných akcií dostupných na Burze cenných papírů Praha.

Jak lze pozorovat z dosažených výsledků, očekávané zhodnocení investice do akcií v horizontu dvou až pěti let se pohybuje v řádu desítek procent per annum, a to i po započtení bezrizikové úrokové míry, prémie za riziko a prémie za likviditu do diskontní míry.

V kratším časovém období, přibližně dvou let, je předpokládané zhodnocení vysoké. Podle získaných výsledků jde o téměř 30% očekávané zhodnocení vložených prostředků per annum. Zde připomínám vyšší míru rizika vyvažující očekávané zhodnocení.

Pro horizont investice pět let se zhodnocení snižuje k úrovni deseti procent per annum. Kromě jiného je to také proto, že nárůst cen po korekci propadů již očekávám pozvolnější. Navíc riziko pětileté investice do akcií je nižší než riziko investice dvouleté.

Mohu tedy v návaznosti na svůj osobní cíl z úvodu této práce říct, že při naplnění výše uvedených předpokladů by nejenže investice do cenných papírů, které jsem navrhnul, pokryla očekávanou inflaci v následujících letech, ale přinesla by podniku i dodatečné zisky.

## Seznam použitých zdrojů

- [1] COTTLE, S., MURRAY, R. F., BLOCK, F. E.: *Analýza cenných papírů*, Praha, Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-74-0.
- [2] LEAVY, H., SARNAT, M.: *Kapitálové investice a finanční rozhodování*, Praha, Grada Publishing, 1999. ISBN 80-7169-504-1.
- [3] MISHKIN, F. S.: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7.th Edition, Boston, Addison-Wesley, 2004. ISBN 0-321-12235-6.
- [4] REJNUŠ, O.: *Finanční trhy*, Ostrava, Key Publishing, 2008. ISBN 978-80-87071-87-8.
- [5] ROSE, P. S.: *Money and capital markets*, Fourth edition, Boston, IRWIN, 1992. ISBN 0-256-08300-2.
- [6] SHAPE, W. F., ALEXANDER, G. J.: *Investice*, Praha, Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-47-3.
- [7] VALACH, J.: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, Praha, Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-38-6.
- [8] WEISS, D. M.: *Kniha o cenných papírech*, Praha, Victoria Publishing, 1995. ISBN 80-85605-56-2.
- [9] <http://cs.wikipedia.org>
- [10] <http://www.pse.cz>
- [11] <http://www.px.cz>
- [12] <http://www.kurzy.cz>
- [13] <http://www.patria.cz>
- [14] <http://www.bcpcp.cz>
- [15] <http://www.finance.cz>
- [16] <http://ipoint.financninoviny.cz>
- [17] <http://www.cnb.cz>