DIPLOMOVÁ PRÁCE

Fundamentální analýza vybraného podniku působícího v bankovnictví

Fundamental Analysis of Selected Company Operating in Banking Sector

STUDIJNÍ PROGRAM

Projektové řízení inovací

VEDOUCÍ PRÁCE

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D.

Bc. MIRCOVÁ

ELIŠKA

2020

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: Mircová Jméno: Eliška Osobní číslo: 461059

Fakulta/ústav: Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)

Zadávající katedra/ústav: Oddělení ekonomických studií

Studijní program: Projektové řízení inovací

Studijní obor: -

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Fundamentální analýza vybraného podniku působícího v bankovnictví

Název diplomové práce anglicky:

Fundamental Analysis of Selected Company Operating in Banking Sector

Pokyny pro vypracování:

CÍL PRÁCE: Cílem DP je provedení fundamentální analýzy akcie firmy a výpočet její vnitřní hodnoty. Dle těchto výsledků bude poté vytvořena investiční strategie pro nové potenciální investory.
PŘÍNOS PRÁCE: Přínosem DP je investiční doporučení pro potencionální investory.
OSNOVA: (1) Úvod; (2) Teoretická část - Metody akciových analýz (3) Předpoklady pro podnikovou fundamentální analýzu (4) Praktická část - Firemní fundamentální analýza (5) Stanovení vnitřní hodnoty akcie (6) Investiční doporučení (7) Závěr

Seznam doporučené literatury:

(1) VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007.
(2) JÍLEK, J. Akciové trhy a investování. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009.
(3) DAMODARAN, A. Damodaran on valuation. New York: Wiley, 2002.
(4) MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D., ČVUT v Praze, Masarykův ústav vyšších studií

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 12. 11. 2019 Termín odevzdání diplomové práce: 30. 4. 2020

Platnost zadání diplomové práce: 30. 9. 2021

Čámská
Podpis vedoucí(ho) práce

Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

Podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

18.3.2020
Datum převzetí zadání

Podpis studenta(ky)

© ČVUT v Praze, Design: ČVUT v Praze, VIC

Mircová, Eliška. *Fundamentální analýza vybraného podniku působícího v bankovnictví*. Praha: ČVUT 2020. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.

MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v přiloženém seznamu použité literatury. Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 30. 04. 2020 Podpis:

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala vedoucí své diplomové práce Ing. Dagmar Čámské, Ph.D., za její odborné vedení, ochotu, pomoc a především za její čas, který mi při psaní mé práce věnovala.

Abstrakt

Cílem diplomové práce je provedení fundamentální analýzy akcie Společnosti X a výpočet její vnitřní hodnoty. Diplomová práce je rozdělena na dvě hlavní části, na část teoretickou a praktickou. V teoretické části jsou definovány základní pojmy a přístupy fundamentální analýzy. Druhá část se věnuje konkrétním výpočtům. Dle těchto výsledků je poté vytvořena investiční strategie pro nové potenciální investory, jejímž cílem je poskytnout doporučení zda akcie Společnosti X držet nebo je prodávat.

Klíčová slova

Fundamentální analýza, globální analýza, odvětvová analýza, firemní analýza, akcie, investiční doporučení, vnitřní hodnota

Abstract

The aim of this diploma thesis is to carry out the fundamental analysis of the share of selected company X which is from bank sector and calculate its intrinsic value. The diploma thesis is divided into two parts. At the first is theoretical part and the second is practical part. In the theoretical part there are defined basic terms and methods of fundamental analysis. Practical part is dedicated to specific calculations. Based on these results, an investment strategy is created for new potential investors. The aim of this strategy is to provide recommendations whether to hold or sell company's shares.

Key words

Fundamental analysis, global analysis, company analysis, sector analysis, stock, investment recommendations, intrinsic value

OBSAH

ÚVOD 5

1 CHARAKTERISTIKA AKCIOVÉ SPOLEČNOSTI 8

1.1 CHARAKTERISTIKA AKCIÍ 8

1.1.1 Členění akcií 9

2 ANALÝZA AKCIOVÝCH INSTRUMENTŮ 10

2.1 CHARAKTERISTIKA FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY 11

2.2 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA 11

2.2.1 Hrubý domácí produkt 12
2.2.2 Úroková míra 13
2.2.3 Inflace 14
2.2.4 Peněžní nabídka 14
2.2.5 Nezaměstnanost 15

2.3 ODVĚTVOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA 16

2.3.1 Životní cyklus odvětví 16
2.3.2 Hospodářský cyklus 17
2.3.3 Tržní struktura 19
2.3.4 Role regulatorních orgánů 20

2.4 FIREMNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA 21

2.4.1 Ocenění akcií 21
2.4.2 Finanční analýza 22

3 METODY STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY 26

3.1 DIVIDENDOVÉ DISKONTNÍ MODELY 26

3.1.1 Jednostupňový dividendový diskontní model 27

3.2 ZISKOVÉ MODELY 29

3.2.1 P/E poměr 29
3.2.2 P/BV poměr 30
3.2.3 P/S poměr 31

3.3 MODEL CASH FLOW 32

3.3.1 Free Cash Flow to Equity model 33

4 SHRNUTÍ GLOBÁLNÍ, ODVĚTVOVÉ A FIREMNÍ ANALÝZY 37

4.1 GLOBÁLNÍ ANALÝZA 37

4.1.1 Zhodnocení globální analýzy 41

4.2 ODVĚTVOVÁ ANALÝZA 42

4.2.1 Zhodnocení odvětvové analýzy 44

4.3 FIREMNÍ ANALÝZA 45
4.3.1 Představení Společnosti X a.s. 45
4.3.2 Finanční analýza 48
4.3.3 Zhodnocení firemní analýzy 55
5 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU 56
5.1 SHRNUTÍ FINANČNÍHO PLÁNU 60
6 STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE 61
6.1 VÝPOČTY VNITŘNÍ HODNOTY 61
6.1.1 Gordonův model 63
6.1.2 P/E poměr 64
6.1.3 P/BV poměr 66
6.1.4 P/S poměr 68
6.1.5 Free Cash Flow to Equity model 70
6.2 VÝSLEDKY STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE 72
6.2.1 Investiční doporučení 73
ZÁVĚR 75
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY 78
BIBLIOGRAFIE 78
INTERNETOVÉ ZDROJE 80
SEZNAM ZKRATEK 82
SEZNAM OBRÁZKŮ 83
SEZNAM GRAFŮ 83
SEZNAM TABULEK 83
SEZNAM PŘÍLOH 85

ÚVOD

Téma diplomové práce Fundamentální analýza vybraného podniku působícího v bankovnictví jsem si vybrala z několika různých důvodů. Prvním z nich je moje studijní finanční specializace, s čímž souvisí propojení mých studijních znalostí s praxí, dále je to reálná implementace v životě, či prostá zkušenost se sestavováním takhle velké analýzy.

Cílem práce je kromě provedení samotné analýzy, sestavení investiční strategie, která bude určena novým potenciálním investorům. Investoři tudíž dostanou jasnou informaci, zda akcii na trhu koupit, prodat, anebo v případě správného ocenění akcii držet.

V dnešní době existuje mnoho forem investic od akcií, přes spořící účty, zlato, a to až například k nemovitostem. Možností je opravdu nesčetně mnoho a je jen na nás, jakou investiční cestu si zvolíme. Důležité je ale mít jasnou a reálnou představu o celé investici. Pokud se jedná o větší investici, je na snadě si nechat poradit od profesionálních finančních poradců.

Akciový trh se totiž velmi rychle mění. To co platilo včera, nemusí platit dnes a to co platí dnes, nemusí platit zítra. Díky tomu jsou veškeré predikce velmi složité a nikdy nejdou určit se stoprocentní jistotou či úspěšností.

Tato diplomová práce poskytuje základní informace o akciích, nabízí budoucím investorům a akcionářům různé nástroje či metody k oceňování společností. Ty by jim posléze měly pomoci se správným investičním rozhodnutím.

Diplomová práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou. Na samotném začátku teoretické části přestavuji základní informace o akciových společnostech. Druhou, obsahově větší část, pak zaměřuji na konkrétní fundamentální analýzu. V ní představím 3 hlavní složky fundamentální analýzy. Mezi ně patří globální, odvětvová a firemní analýza. Každá z těchto analýz se zabývá jinou skupinou ovlivňujících faktorů a všechny jsou pro fundamentální analýzu nezbytné. Jejich pořadí není dáno významností, nýbrž návazností. Speciální část teoretické části potom tvoří samotné metody výpočtu vnitřní hodnoty akcie, které jsou stěžejní k dosáhnutí mého cíle.

Všechny ukazatele a vzorce, které jsem vysvětlila v teoretické části aplikuji a počítám v části praktické. Nejprve začnu u faktorů globální analýzy, u kterých budu počítat korelační koeficienty tak, abych byla schopna určit jejich závislost. U odvětvové analýzy určím, v jaké fázi životního cyklu banka je nebo o jakou tržní strukturu se jedná. Na začátku finanční analýzy představím Společnost X. Největší část firemní analýzy bude věnována finanční analýze ukazatelů rentability spolu s vertikální analýzou rozvahy jakožto

i výkazu zisku a ztráty. Poté bude následovat finanční plán, díky kterému si nastavím obraz o budoucím hospodaření banky.

Následovat pak budou samotné výpočty vnitřní hodnoty akcie. Výsledné hodnoty budu porovnávat s aktuální tržní cenou akcie a na základě toho určím, jestli je akcie na trhu podhodnocená, nadhodnocená nebo oceněná správně. Závěr se bude věnovat investiční strategii, ve které určím jak se z pohledu investora nejlépe k akcii zachovat, aby byl maximalizován následný zisk.

TEORETICKÁ ČÁST

1 CHARAKTERISTIKA AKCIOVÉ SPOLEČNOSTI

Ještě před tím, než si představíme všechny náležitosti, které obnáší fundamentální analýza, si charakterizujeme akciové společnosti v České republice. A to z toho důvodu, že mnou vybraná společnost používá zkratku a.s. Všechny firmy patřící do kategorie akciových společností musí být touto zkratkou označeny. V úvahu můžeme brát kromě klasického označení a.s. nebo akciová společnost také označení akc. spol.

Akciové společnosti patří spolu se společností s ručením omezeným ke kapitálovým společnostem. Kapitálové společnosti může založit i jeden jediný zakladatel a potenciální společníci mají povinnost vkladu (kapitálu). Orgány společnosti tvoří nejčastěji valná hromada, představenstvo a dozorčí rada.

- **Valná hromada** představuje nejvyšší orgán společnosti. Hlasy akcionářů jsou rozděleny podle počtu držených akcií a k odsouhlasení nových stanov je potřeba většinového souhlasu přítomných účastníků.
- **Představenstvo** je statutárním orgánem společnosti, který má na starosti problémy týkající se vedení firmy. Je tvořeno minimálně třemi členy, které volí valná hromada.
- **Dozorčí rada** dohlíží na představenstvo a kontroluje činnosti společnosti.

Tabulka 1: Základní informace o akciové společnosti

	zakladatel	ručení	ZK	administrativa	účast na zisku
a.s.	1 PO nebo 2 a více FO	společnost ručí celým majetkem, akcionáři neručí	2 000 000 Kč nebo 80 000 eur	zakladatelská listina a stanovy, složení vkladu na účet	podle rozhodnutí valné hromady

Zdroj: Vlastní vypracování dle https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90

1.1 Charakteristika akcií

Veselá (2007, str. 202) definuje akcii jako dlouhodobý majetkový cenný papír vyjadřující podíl na majetku akciové firmy. Majitel akcie (akcionář) nabývá díky jejímu vlastnictví určitých práv, například má právo na podíl na zisku.

Každá akcie musí obsahovat podle §259 Zákona o obchodních korporacích následující body:

1. označení, že se jedná o akcii
2. identifikaci firmy
3. jmenovitou hodnotu
4. označení formy akcie
5. jednoznačnou identifikaci akcionáře (platí u akcií na jméno)
6. druh akcie, případně odkaz na stanovy

1.1.1 Členění akcií

Akcie na českém trhu můžeme rozdělit podle několika aspektů.

Jako první si je rozdělíme do dvou podob, a to na akcie v zaknihované a v listinné podobě. Obě tyto formy vyjadřují to samé, ovšem každá v jiném tvaru.

- **Zaknihovaná neboli dematerializovaná podoba** nemá fyzickou formu. Akcie je pouze registrovaná v počítačovém systému Centrálního depozitáře cenných papírů ve formě účetního záznamu.
- **Listinná podoba** představuje klasičtější formu akcií, kdy akcionář vlastní akcii v hmotné, listinné formě.

Dalším způsobem, jak si můžeme rozdělit akcie, je podle jejich formy.

- **Akcie na jméno** je forma listinné podoby. Už z názvu lze usoudit, že tento druh akcie je vázán na konkrétního vlastníka. Převod vlastnictví je možný pouze rubopisem a předáním.
- **Akcie na doručitele** naopak nejsou vázány s konkrétním akcionářem, dokonce jejich vlastníci nejsou ani vedeni v jakémkoliv rejstříku, který by byl přístupný veřejnosti. Převod těchto akcií je uskutečnitelný pouhým předáním.

Rozlišovat akcie na trhu můžeme podle práv, která jsou s vlastnictvím spojená.

- **Kmenové akcie** jsou nejrozšířenějším druhem akcií na českém i světovém trhu. Polouček (2009, str. 154) říká, že všechna hlavní práva akcionářů připadají na vlastníky kmenových akcií. Mezi tato práva patří právo na podílu na zisku (dividenda), podílení se na likvidačním zůstatku a taktéž na valné hromadě. S tím souvisí i poměr hlasů, neboť ty se rozdělují podle toho, kolik kmenových akcií akcionář vlastní.
- **Prioritní akcie** jsou opakem výše zmíněných akcií. Jsou s nimi spojena zvláštní práva. Jedná se například o přednostní právo při výplatě dividend, která má většinou vyšší hodnotu. Náhradu poté tvoří odebrání hlasovacího práva. Důležitou normu pak reprezentuje skutečnost, že součet hodnot prioritních akcií nesmí být větší, než – li polovina hodnoty základního kapitálu.

2 ANALÝZA AKCIOVÝCH INSTRUMENTŮ

Fundamentální analýza spadá společně s technickou a psychologickou pod analýzu akciových instrumentů, která zkoumá pohyb akciových kurzů. Analytici se v těchto případech snaží zkoumat a vysvětlit jak minulé či současné pohyby akciových kurzů, tak se snaží i predikovat budoucí vývoj. Důležitou vlastností, která je podmíněná těmito analytickými přístupy je fakt, že se předpokládá existence špatně oceněných akcií na trhu. Hlavním cílem je poté dosažení kapitálového zisku. Analýzy na sebe navazují a musí být dodrženo jejich následovné pořadí.

1. Fundamentální analýza
2. Technická analýza
3. Psychologická analýza

„Fundamentální analýza je analýza hospodářských a politických informací s cílem určení budoucích pohybů na finančním trhu." (Jílek, 2013, str. 341) Je prezentována jako jeden ze základních analytických přístupů, které používáme k ocenění akcií. „Tato analýza je zaměřená na hodnocení vnitřního a vnějšího ekonomického prostředí podniku v právě probíhající fázi života a s ohledem na základní cíl podniku." (Čižinská a Marinič, 2010, str. 161) Definice autora Charlese P. Jonese (2013, str. 389-416) se zaměřuje na přínos fundamentální analýzy. Říká, že mezi konečné výsledky analýzy patří správné porozumění finanční stránce společnosti a jejímu potenciálu, který je dán výpočtem vnitřní hodnoty akcie.

Cílem fundamentální analýzy je určení stavu dané akcie, tzn. zdali je akcie na trhu podhodnocená, nadhodnocená anebo naceněná správně. K tomuto určení je potřeba znát její vnitřní hodnotu, která tvoří největší část mé práce. Autorka Veselá (2007, str. 277) upozorňuje na to, že fundamentální analýza je schopná nalézt odpověď i na těžší otázky typu: Proč je daná akcie na trhu podhodnocená/nadhodnocená a proč lze do budoucna očekávat nárůst nebo naopak pokles určitých fundamentálních veličin.

Ovšem samotná analýza má dle Poloučka a kol. (2009, str. 117) i své stinné stránky. Jedním z nich je například to, že neumí poskytnout informace pro správné načasování nákupu či prodeje akcií. Dalším nedostatkem je nepřetržitý přísun nových a reálných informací o hospodaření firmy. I přesto je nadále fundamentální analýza mezi finančními analytiky jednou z nejpoužívanějších metod.

Technická analýza je podle Veselé (2007, str. 422) nejstarším analytickým přístupem v oblasti kurzového vývoje cenných papírů. Turek (2008, str. 63) říká, že aplikace technické analýzy je možná až po vyhodnocení analýzy fundamentální, jelikož nám pomůže se správným načasováním nákupu nebo prodeje dané akcie.

Psychologická analýza je posledním přístupem, který si v mé práci představíme. Tato analýza je specifická v tom, že na rozdíl od dvou předchozích nezkoumá cenné papíry. Jejím primárním zájmem je totiž chování investorů. Musílek (2002, str. 338) tvrdí, že chování investorů a jejich psychologické reakce můžou být velmi důležitým kurzotvorným faktorem na velikost ceny akcie. Z toho důvodu by potenciální investor při svém rozhodování měl brát v potaz i davovou psychologii, aby dosáhl co největšího užitku.

2.1 Charakteristika fundamentální analýzy

Musílek (2002, str. 277) při své charakteristice fundamentální akciové analýzy říká, že hlavním motivem k nákupu akcií je dosažení zisku. Analytici se snaží tohoto cíle dosáhnout tím, že hledají na trhu podhodnocené akcie. Když fundamentální analytik určuje hodnotu společnosti, tak prognózuje nejen vývoj ekonomiky, ale i odvětví a jednotlivé firmy. Z toho důvodu rozdělujeme fundamentální analýzu na tři hlavní skupiny dle toho, jaké konkrétní faktory zkoumá.

1. Globální fundamentální analýza
2. Odvětvová fundamentální analýza
3. Firemní fundamentální analýza

Jejich pořadí hraje při provádění fundamentální analýzy roli. Pokud postupujeme v tomto pořadí, provádíme analýzu ze shora. Konkrétněji si představíme každou z nich.

2.2 Globální fundamentální analýza

„Globální neboli makroekonomická akciová analýza analyzuje ekonomiku jako celek a zkoumá vztahy mezi vývojem tzv. globálních, především makroekonomických agregátů a pohybem akciových kurzů." (Rejnuš, 2014, str. 239) Mezi nejčastější globální faktory, kterými identifikujeme současný stav trhu jakožto i ekonomiky, patří:

- hrubý domácí produkt,
- úroková míra,
- inflace,
- peněžní nabídka,
- nezaměstnanost.

Mezi další faktory, které patří pod globální analýzu jsou pohyby mezinárodního kapitálu, fiskální politika či ekonomické a politické šoky. V mé práci se budu nadále zabývat pěti výše zmíněnými faktory, které jsou pro moji praktickou část nejpřínosnější.

U každého globální faktoru budu počítat korelační koeficient. Korelační koeficient nabývá podle Režňákové s Nývltovou (2007, str. 57) hodnot z intervalu <-1;1> a jeho znaménko určuje směr závislosti. To znamená, že pokud je korelační koeficient > 0, tak mezi faktory existuje přímá závislost. Čím vyšší tato hodnota je, tím mluvíme o silnější závislosti. Při situaci, kdy je korelační koeficient < 0, závislost je negativní. Opět platí, že čím víc je hodnota vzdálena od 0, tím vyšší je i nepřímá závislost. Dle většiny autorů odborných literatur nazýváme závislosti dle absolutních hodnot, které najdeme níže v tabulce.

Tabulka 2: Hodnoty korelační závislosti

Absolutní hodnota	Závislost
0 - 0,19	velmi slabá
0,2 - 0,39	slabá
0,4 - 0,59	střední
0,6 - 0,79	silná
0,8 -1	velmi silná

Zdroj: Vlastní vypracování dle NEUBAUER, SEDLAČÍK a KŘÍŽ. Základy statistiky: aplikace v technických a ekonomických oborech, (2016, str. 220-235)

Každý z mnou vybraných globálních faktorů má dané předurčené chování na základě historických dat. Toho chování lze v některých případech brát jako východisko prognózy budoucího vývoje akciových kurzů.

2.2.1 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt považujeme za jeden z nejsledovanějších makroekonomických ukazatelů. Český statistický úřad (2020a) definuje HDP jako peněžní vyjádření celkové hodnoty statků a služeb, které jsou nově vytvořené v daném období na určitém území. Mezi vývojem akciových kurzů a reálným výstupem ekonomiky (HDP) byl dle Veselé (2007, str. 283) identifikovaný pozitivní vztah.

Vývoj na trhu akcií zpravidla předbíhá vývoj reálného výstupu ekonomiky o několik měsíců, podle Wojtyly (1980, str. 14) přibližně o 3 až 9 měsíců. Vysvětlení, proč kurzy předbíhají HDP, jsou podle Musílka (2002, str. 280) především v rozhodování investorů. Ti se rozhodují zejména na základě očekávaného ekonomického vývoje. Modigliani (1971, str. 84-90) tvrdí, že pokles cen akcií snižuje hodnotu finančního bohatství, a tím se snižují zdroje spotřebitelů. Pokles těchto zdrojů poté přechází do snížení spotřeby, což se negativně odrazí na úrovni reálného výstupu ekonomiky.

Vztahy mezi faktory a akciovým trhem budu vždy hodnotit na konci dané podkapitoly. Začneme tedy u vztahu mezi vývojem HDP a akciových kurzů. Zde byl dle Musílka (2002, str. 282) identifikován pozitivní vztah. To znamená, že se zvyšujícím se HDP roste i akciový kurz.

2.2.2 Úroková míra

Další aspekt, který patří do globální analýzy, je úroková míra. Musílek (2002, str. 283) říká, že zde platí inverzní vztah. Ten vysvětluje na příkladu růstu úrokové míry. Pokud úroková sazba roste, tak jsou akciové trhy ovlivněné negativně. V praxi to znamená, že pokud vzroste úroková míra, tak klesne kurz akcií. V této chvíli tedy investoři nebudou mít motivaci investovat své peněžní prostředky. Pro tento negativní efekt je několik různých vysvětlení.

Podle autorky Veselé (2007, str. 279) je jednou z příčin existence konkurenčního vztahu mezi dluhopisovými a akciovými trhy. I Veselá uvádí příklad s rostoucí úrokovou mírou, kdy dochází k poklesu očekávaných výnosů na akciovém trhu, ale současně dochází k růstu výnosů na trhu dluhopisovém. V této situaci se ziskově orientovaní investoři přesunou z trhu akciového na dluhopisový, čímž zde poroste cena jejich aktiv.

Štýbr (2011, str. 103) vidí další aspekt negativního vztahu v principu ohodnocení akcií. Podle něj hraje zásadní roli diskontování zisků na současnou hodnotu. Celý princip pak spočívá v tom, že s poklesem úrokové sazby klesá diskontní faktor, to vede k růstu čisté současné hodnoty, která následně vede k růstu akciových kurzů.

Tento autor popisuje i poslední vysvětlení inverzního vztahu, které se pojí s trhem zápůjčního kapitálu. Zápůjční trh kapitálu představuje trh volných finančních zdrojů, přičemž jejich cenou je úrok. „Když roste úroková míra, stávají se finanční zdroje dražšími, a proto se investice ekonomických subjektů nerealizují. Následkem tohoto snížení klesají očekávané budoucí zisky a zároveň klesá i cena akcie." (Štýbr, 2011, str. 104)

V České republice existují tři druhy úrokových sazeb, které kontroluje a stanovuje ČNB.

1. **Diskontní sazba** představuje dolní hranici pro pohyb krátkodobých sazeb. Principem je ukládání volných peněžních prostředků běžných bank u ČNB. Výšku sazby si nastavuje ČNB sama.
2. **Lombardní sazba** neboli marginální zápůjční facilita. Velmi zjednodušeně ji lze definovat jako opak diskontní. Běžné banky si za tuto sazbu půjčují peníze od ČNB, ale musí se zaručit cennými papíry.
3. **2týdenní Repo sazba** představuje obchodní vztah s dočasnou držbou cenných papírů mezi ČNB a KB. V tomto případě ČNB dodá za peněžní prostředky KB předem dohodnuté cenné papíry. Po dohodnuté době (v tomto případě 2týdny) je vrací KB v podobě aktiv zpět a ČNB jim vrací poskytnutou likviditu, která je navýšená o úrok.

Vztah mezi vývojem akciových kurzů a vývojem úrokových měr je silně negativní. To podle Veselé (2007, str. 278-279) znamená, že při

poklesu akciového kurzu můžeme očekávat růst úrokových sazeb a obráceně.

2.2.3 Inflace

„Inflaci definujeme jako proces trvalého růstu cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněž. Důsledkem inflace je pak oslabení reálné hodnoty peněž." (Černohorský a Teplý, 2011, str. 85)

Jaký vztah má inflace a pohyb akciových kurzů, vysvětluje Comley (2013, str. 170). Akcie jsou negativně korelovány s inflací a návratnost z nich obvykle klesá, jakmile je inflace vyšší než 3 procenta. Inflace ovlivňuje různé podniky různými způsoby, takže výběr akcií a načasování trhu budou pravděpodobně klíčovými faktory úspěšného investování.

Negativní vztah je historicky naměřen i mezi vývojem inflace a pohybem akciových kurzů. Avšak na rozdíl od úrokových měr je tento vztah o dost slabší. V praxi to podle Veselé (2007, str. 280) znamená, že růst inflace by měl být doprovázen poklesem akciových kurzů a obráceně.

2.2.4 Peněžní nabídka

Autor Štýbr (2011, str. 104) popisuje vývoj peněžní nabídky jako jediný faktor, který předbíhá vývoj akciových kurzů. Mezi těmito dvěma veličinami pozorujeme pozitivní vztah. Pokud tedy například v krátkém období roste peněžní nabídka, tak roste i akciový trh. To samé platí i obráceně. Tato situace nastává především kvůli efektu likvidity a transmisnímu mechanismu.

Efekt likvidity popisuje Revenda (2012, str. 155) jakožto přímý vliv peněž na akciové kurzy. Říká, že pokud nastane situace, kdy centrální banka dovolí nárůst peněžní nabídky při konstantní poptávce, tak budou investoři své peníze investovat na finančních trzích. A vzhledem k tomu, že je nabídka akcií na sekundárních trzích fixní (pokud se nacházíme v krátkém období), tak dojde k růstu akciových kurzů.

„Transmisní mechanismus je druhé alternativní vysvětlení, podle kterého zvýšení peněžní nabídky a nadbytek volných finančních prostředků investorů způsobí jejich poptávku na trhu dluhopisů." (Veselá, 2007, str. 284)

Pošta (str.193) ve svých skriptech upozorňuje na to, že peníze ze statistického pohledu chápeme jako měnové agregáty. Peněžní agregáty, se kterými se pracuje nejčastěji, jsou M1, M2 a M3.

- **M1** obsahuje oběživo a jednodenní vklady.

- **M2** v sobě obsahuje vklady s dohodnutou splatností do 2 let a vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců. Navíc obsahuje i celý měnový agregát M1.
- **M3** v sobě obsahuje oba dva předešlé agregáty (respektive M2) a dále také akcie, podílové listy, emitované dluhové cenné papíry se splatností do 2 let a repo operace.

Tabulka 3: Peněžní agregáty

	Emitované oběživo	Jednodenní vklady	Vklady s dohodnutou splatností do 2 let	Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	Repo operace	Akcie/podílové listy fondů peněž. trhu	Emitované dluhové cenné papíry do 2 let
M1	X	X					
M2	X	X	X	X			
M3	X	X	X	X	X	X	X

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB (2020a)

Na základě několika výzkumů byl mezi akciovým trhem a změnou peněžní nabídky naměřen pozitivní vztah. Podle Veselé (2007, str. 284) však poslední studie naznačují, že intenzita mezi oběma faktory výrazně slábne.

2.2.5 Nezaměstnanost

Poslední pojem globální analýzy, který ve své práci představím, je nezaměstnanost. Ta se týká každého, kdo se nachází v produktivním věku. Počínaje tím, kdo úspěšně dokončil vzdělání na základní škole až po odchod do důchodu. V tomto případě kalkulujeme s pozitivním vztahem, neboť čím je menší nezaměstnanost, tím získají lidé stabilnější příjmy a například zadlužené osoby je použijí k pokrytí dluhů, čímž se zlepší kvalita aktiv. Vzorec pro obecnou nezaměstnanost (vyjádřený v procentech):

$$nezaměstnanost = \frac{počet\ nezaměstnaných}{celková\ pracovní\ síla}$$

Vztah mezi nezaměstnaností a akciovými kurzy mnoho autorů odborných literatur nezmiňuje. Například Kohout (2010, str. 84) uvádí ve své knize pouze velmi stručnou připomínku o tom, že nezaměstnanost signalizuje pokles úrokových měr, která jak už víme, ovlivňuje akciové kurzy negativně.

2.3 Odvětvová fundamentální analýza

Druhou částí fundamentální analýzy je analýza odvětvová. Jak plyne z názvu, tentokrát se zaměříme na odvětví, ve kterém se firma realizuje. Definice podle autorky Veselé (2007, str. 291) zní následovně. Odvětvová analýza se zaměřuje na důkladnou identifikaci a charakteristiku specifických rysů a odvětví, v němž se daná společnost pohybuje. Podle této autorky je úkolem analytika zkoumání a analyzování prostředí firmy a následné prognózování vlivu faktorů působících na vnitřní hodnotu akcie.

Mezi aspekty odvětví, které nejvíce působí na vnitřní hodnotu akcie (dále také na zisk, tržby apod.), patří:

- životní cyklus,
- citlivost odvětví na hospodářský cyklus,
- tržní struktura,
- role regulatorních orgánů.

2.3.1 Životní cyklus odvětví

Na životní cyklus podniku se můžeme dívat z několika úhlů. Velmi často bývá stejný jako životní cyklus produktu, ale ne vždy tomu tak musí být. Spousta autorů odborné literatury se dokonce ani neshoduje v tom, kolik základních fází cyklus má.

Jako první přišel s teorií odvětvového životního cyklu Julius Grodinsky (1953, str. 64-89), který rozdělil cyklus na tři hlavní etapy.

1. pionýrská etapa
2. etapa rozvoje
3. etapa stabilizace

Z Grodinského vychází i po letech další autoři. Ale například podle Palata (2016, str. 71–80) se všechna odvětví vyvíjejí ne ve třech, nýbrž ve 4 fázích:

1. fáze východu slunce
2. expanze nebo růstová fáze
3. stabilizace nebo stagnace
4. fáze západu slunce

Obě tyto teorie si jsou velmi podobné, avšak v mě práci budu vycházet z Grodinského (1953, str. 64–89)

Pionýrská fáze tvoří začátek celého životního cyklu. Dochází při ní k nárůstu poptávky v odvětví, která zaručuje zisk, který může mít i nadprůměrný rozměr. To se sice ze začátku zdá pro firmu jako výborné, nicméně to přiláká do odvětví novou konkurenci. Výše poptávky je dána skutečností, že firmy přicházejí s novými či inovativními

produkty, které jsou pro zákazníky atraktivní. Veselá (2007, str. 293) shrnuje výše zmíněné aspekty. Doporučuje investovat do odvětví nacházejícího se v pionýrské fázi, protože to predikuje vysoký zisk, který ale může být vykoupený značným stupněm rizika.

Etapa rozvoje je druhou částí odvětvového životního cyklu, týkající se pouze těch, kteří prošli pionýrskou fází. Typickými rysy jsou upevnění pozic a stabilizace či růst odvětví. I nadále jsou zisky rostoucí, nicméně už ne tak rapidně jako v předešlé fázi. Investice v tomto odvětví přináší sice menší výnos, ale i menší rizikovost.

Poslední fází je **etapa stabilizace**. Už podle názvu lze vyvodit, že hlavním znakem je stabilní postavení firem, které jsou úměrné stabilním ziskům. Klesá riziko, ale klesají i výnosy z akcií. Firmy se tak rozhodují, zda pozmění svoji produkci například inovací, anebo z daného odvětví odejdou, protože jim už nemá "co nabídnout".

Obrázek 1: Životní cyklus odvětví

Zdroj: Jones, Ch. P. Investments: Analysis and Management. New York: John Wiley and sons (1994, str.365)

Grafické provedení životního cyklu odvětví znázorňuje vývoj tržeb v čase. V ideálním případě by tato křivka měla vykazovat stagnující nebo rostoucí trend i v poslední fázi.

2.3.2 Hospodářský cyklus

Druhou část odvětvové analýzy tvoří citlivost odvětví na hospodářský cyklus. A právě podle citlivosti se dále rozděluje na 3 podskupiny:

1. cyklická odvětví
2. neutrální odvětví
3. anticyklická odvětví

Mezi typická **cyklická odvětví** patří ty, u kterých můžeme spotřebu jejich výsledných produktů nebo služeb odložit. Jedná se tedy například o automobilový či oděvní průmysl, stavebnictví nebo hotelnictví. Musílek (2002, str. 293) popisuje cyklické odvětví jako odvětví vykazující vysoký nárůst akciových kurzů, pokud je konjunktura. Pokud se ekonomika nachází v recesi, tak tato odvětví zaznamenávají ztráty. Vývoj akciového kurzu, zisků a tržeb se tedy vyvíjí stejným trendem jako hospodářský cyklus.

K **neutrálním odvětvím** patří např. potravinářský, farmaceutický nebo tabákový průmysl. Podle Štýbra (2011, str. 106) tato odvětví nevykazují známky citlivosti na hospodářský cyklus, protože se jedná o nezbytné či návykové statky. V tomto případě tedy identifikujeme pouze omezenou reakci na akciové kurzy.

Jako poslední si představíme pojem **anticyklické odvětví**. Jednoduše ho definujeme jako odvětví, které má obrácené chování, něž je tomu u cyklického. Což znamená, že v období expanze se zisky snižují a v recesi rostou. Charakteristickým znakem tohoto odvětí jsou levné náhražky výrobků.

Některá odvětví mohou dosahovat dle Veselé (2007, str. 296) nejlepších výsledků v začátcích recese či konjunktury, některá uprostřed cyklu a další až na jeho konci. To je skutečnost, kterou musí brát fundamentální analytici v potaz při tvorbě odvětvové analýzy. Z toho důvodu si na základě historického vývoje výnosových měr akcií z odlišných odvětví hospodářského cyklu rozdělili akcie na tři kategorie. Pro každou skupinu akcií je dle Veselé (2007, str. 296) dán vzor typického chování těchto výnosových měr, právě ve vztahu k fázím hospodářského cyklu.

1. Cyklické akcie
2. Defenzivní akcie
3. Růstové akcie

Se všemi akciemi je spojován beta faktor, který měří míru systematického rizika. Čím vyšší beta je, tím rizikovější cenný papír je.

Cyklické akcie jsou charakterizovány největší kolísavostí. Nejvyšší výnosovou míru naměříme na začátku nebo ve střední fázi ekonomického růstu. Nejméně ziskové jsou pak ve stejných fázích recese. $\beta > 1$ z čehož vyplývá, že se jedná o agresivní akcie. Ziskovost akcie roste či klesá rychleji než trh. Do cyklických akcií patří akcie těžkého, energetického nebo dopravního průmyslu.

Defenzivní akcie mají největší výnosnost v začátcích recese nebo v konečné fázi konjunktury. Podle Veselé (2007, str. 296) není jejich reakce na ekonomický vývoj tak intenzivní jako v předešlém případě. $\beta < 1$ takže výnosnost akcie roste nebo klesá pomaleji než celý trh. K defenzivním akciím řadíme akcie služeb, nezbytných statků či ropných společností.

Růstové akcie jsou spjaty s odvětvími, jejichž růst tržeb a zisků je nadprůměrný a v některých případech až vysoce nadprůměrný. Autorka Veselá (2007, str. 296) tvrdí, že se tento značný růstový trend následně promítne do velmi vysokých hodnot vnitřních hodnot akcií. Nejlepších výsledků dosáhnou akcie v první (růstové) fázi ekonomického cyklu.

2.3.3 Tržní struktura

Chování podniku silně ovlivňuje typ tržní struktury, ve které se nachází. Jurečka (2018, str. 176) říká, že záleží na tom, kolik je v daném odvětví prodávajících subjektů, zda mají či nemají vliv na vytváření tržní ceny a jaké možnosti vstupu do tohoto odvětví mají potenciální nové firmy. Většina autorů odborné literatury se shoduje v tom, že existují 4 hlavní tržní struktury.

1. oligopol
2. monopol
3. nedokonalá konkurence
4. dokonalá konkurence

Přičemž oligopol spolu s nedokonalou konkurencí tvoří reálnou ekonomickou situaci a monopol s dokonalou konkurencí reprezentují spíše teoretické modely.

Typickým **oligopolním** znakem je několik málo firem, které jsou přibližně stejně velké a silné. To, že zde mluvíme o malém množství firem, může dle Jurečky (2018, str. 231–232) vzbuzovat nepravdivý dojem v tom smyslu, že by tyto firmy měly být obrovských nebo až globálních rozměrů. Ve většině případů tomu sice tak je, ale není to pravidlem.

Pokud je na trhu pouze jedna firma specializující se na jeden produkt, tak mluvíme o **monopolní** struktuře. Výhodou je neexistující konkurence, vysoký zisk, růst a bezpečnost jejich akcií. Nevýhoda spočívá ve vysokých nákladech, které se promítnou ve vyšších cenách pro spotřebitele.

Pro **nedokonalou konkurenci** je specifické působení velkého množství firem, které vyrábějí stejný či velmi podobný produkt. Ani jedna společnost zde nemá dominantní postavení, navíc vstup do odvětví je snadno realizovatelný, takže se může tvořit stále nová a nová konkurence. Veselá (2007, str. 299) konstatuje, že pro vývoj zisku a tržeb je typická značná kolísavost, která je v některých případech ještě umocněná cykličností odvětví.

V **dokonalé tržní struktuře** neexistují překážky pro vstup do odvětví. Firmy nemají žádný vliv na tvorbu ceny, zisk vychází čistě z nabídky a poptávky po produktu. Závěrem Jurečka (2018, str. 188) tvrdí, že i přes to, že je dokonalá konkurence teoretickým modelem, tak se na

trhu může vyskytovat taková situace, která bude mít většinu znaků konkurence dokonalé.

Tabulka 4: Charakteristické rysy tržních struktur

	Počet firem v odvětví	Charakteristika produktu	Překážky vstupu	Tvorba ceny
Oligopol	málo stejně velkých firem	stejný nebo velmi málo odlišný	překonatelné překážky	stanovuje několik firem
Monopol	jedna firma	jeden produkt	extrémně obtížné	firma si cenu stanovuje sama
Nedokonalá konkurence	velké množství firem	diferencovaný, existují substituty	snadno překonatelné překážky	nepatrný podíl na stanovení ceny
Dokonalá konkurence	velké množství firem	homogenní	žádné	nemají vliv na ceny

Zdroj: Vlastní vypracování dle HOŘEJŠÍ a kol. (2018, kapitoly 8-11)

2.3.4 Role regulatorních orgánů

Role regulatorních orgánů je důležitým aspektem pro každé zkoumané odvětví. Bankovní sektor je díky své významnosti a důležitosti jedním z nejvíce regulovaných odvětví v české ekonomice. Regulujícím subjektem je ČNB, která řídí všechny ostatní banky. Autorka Ptatscheková (2013, str. 25) rozděluje strukturu bankovní regulace na 4 základní oblasti.

1. **Regulace vstupu** znamená, že je udělena licence od ČNB. Pro její získání je potřeba minimálně 500 mil. Kč jako výše ZK. Dále musí subjekt splňovat mj. podmínky typu odborné, finanční a morální způsobilosti osob, které potenciálně budou ve statutárních a řídících pozicích, zabezpečení provozu, bezpečnosti apod.
2. **Stanovení a prověření základních pravidel činnosti bank.** Sem patří nejvýznamnější bankovní regulace nesoucí název Basel. Jednoduše řečeno Basel je program určující, kolik procent kapitálu musí banky držet, aby byly chráněné před krizí. Smyslem toho všeho je, aby banky přemýšlely o tom, jak moc rizikové úvěry budou poskytovat. Momentálně je na trhu už jeho 4. typ, značený Basel IV, který odsouhlasila Mezinárodní bankovní rada v roce 2017. Jeho implementace do provozu probíhá postupně a z toho důvodu se pořád pracuje spíše s jeho třetí variantou – Baslem III. Oficiálně se tedy nacházíme na pomezí mezi třetí a čtvrtou variantou.
3. **Povinné pojištění vkladů** má plnit funkci zvýšení důvěryhodnosti bank. Ptatscheková (2013, str.27) říká, že základním

cílem je chránit FO a jejich vklady, protože v případě úpadku jsou finanční prostředky vypláceny právě z tohoto fondu.

4. **Působení centrální banky jako věřitele poslední instance.** Pro banky je velmi důležité mít CB jako věřitele poslední instance. Tato úprava se bude hodit například v situaci, kdy si banka nebude schopna plnit své povinnosti k zákazníkům nebo věřitelům, anebo pokud nebude mít dostatek financí na běžný každodenní provoz. CB poté nabídne (pouze solventní) bance krátkodobý nouzový úvěr, který by měl dané bance pomoci.

2.4 Firemní fundamentální analýza

Třetí a zároveň poslední částí fundamentální analýzy je firemní analýza. I když ji v mé práci uvádím až na konci, není to kvůli její významnosti, nýbrž kvůli tomu, že vychází a navazuje na předchozí dva celky. Nejdříve se budu věnovat rozdělení akcií podle akciového kurzu a jejich vnitřní hodnoty a druhá část bude věnována finanční analýze.

2.4.1 Ocenění akcií

Hlavním bodem firemní analýzy je zjistit velikost vnitřní hodnoty akcie. Vnitřní hodnota představuje podle Štýbra (2011, str. 109) velikost ceny akcie, za kterou by měla být na trhu prodávána. Cena je ovlivněna několika faktory, které zkoumají fundamentální analytici. Ti poté porovnávají vypočítanou hodnotu s její momentální hodnotou na trhu. Akcie může být na trhu

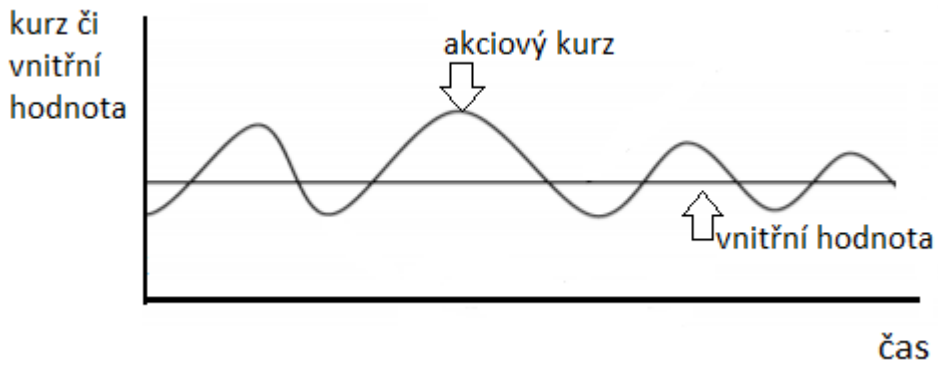
1. nadhodnocená
2. podhodnocená
3. oceněná správně

Pokud je cena na trhu vyšší než vnitřní hodnota, pak mluvíme o akcii **nadhodnocené**. Tj. taková akcie, která není pro investora zajímavá, protože její vyhlídky do budoucna značí pokles. Pokud takovou akcii vlastníme, tak je nejlepším řešením její prodej.

V případě, že je cena na trhu nižší než vnitřní hodnota, tak se jedná o **podhodnocenou** akcii. Ta je pro investory velkým lákadlem, neboť v budoucnosti se čeká nárůst kurzů k vnitřní hodnotě.

Správně oceněná akcie je ve chvíli, kdy je její tržní a vnitřní hodnota na stejné úrovni. Pro investory to znamená vyčkat na budoucí pohyby kurzů.

Obrázek 2: Kolísání akciového kurzu okolo VH



Zdroj: Vlastní vypracování dle Rejnuš, O.: Finanční trhy (2010, str. 220)

Na obrázku č. 2 vidíme vztah, který mezi sebou má vnitřní hodnota akcie a její kurz. Tato situace znázorňuje krátké období, protože máme konstantní vnitřní hodnotu.

2.4.2 Finanční analýza

Pod firemní fundamentální analýzu spadá také finanční analýza podniku. Pro finanční analýzu existuje nespočetné množství definic. Například Scholleová (2017, str. 164) přirovnává finanční analýzu k inventuře činností ve firmě. Důležité je, jak se tyto činnosti promítají na finanční výkonnosti a zdraví firmy. Finanční analýza by měla být prováděna alespoň jednou ročně u každé firmy. Pro moji práci nemá smysl dělat kompletní finanční analýzu. Vybrala jsem si z ní pouze vertikální analýzu účetních výkazů následovanou poměrovou analýzou. Poměrová analýza obsahuje několik skupin ukazatelů, blíže si představíme čtyři z nich:

1. ukazatele rentability
2. ukazatele likvidity
3. ukazatele produktivity a nákladovosti
4. ukazatele kapitálové přiměřenosti

2.4.2.1 Vertikální analýza

Vertikální analýza patří spolu s horizontální mezi základní metody finanční analýzy. Je vhodné těmito analýzami začínat, protože tvoří prvotní pohled na hospodaření společnosti. V mé práci budu aplikovat pouze vertikální analýzu, jejíchž výsledky mi pak pomohou k sestavení finančního plánu. Vertikální analýza se řadí k těm lehčím finančním nástrojům, ovšem její výsledné řešení nám velmi často ukáže slabá místa firmy. Tato analýza vyjadřuje procentní rozdíly jednotlivých položek účetních výkazů (rozvaha a výkaz zisku a ztráty) vůči základní veličině. Základní veličinou VZZ jsou v mém případě samotné tržby z prodeje výrobků a služeb a u rozvahy jsou to celková aktiva a pasiva.

2.4.2.2 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability neboli jinak řečeno výnosnosti kapitálu patří do skupiny poměrových ukazatelů. Ty nám říkají, jak moc je firma schopna valorizovat vložené prostředky. Poměrové ukazatele řadíme mezi jednodušší metody k určení stanovení stability a zdraví firmy, kdy je cílem maximalizace a stabilita ukazatelů. Výnosnost vlastního kapitálu (ROE) a výnosnost aktiv (ROA) představují dva základní ukazatele rentability. U obou ukazatelů je pro akcionáře žádoucí co nejvyšší hodnota.

- **ROE – Návratnost vlastního kapitálu**

Pojem návratnost vlastního kapitálu ukazuje, jak moc efektivní je zhodnocený kapitál vlastníků firmy. Výsledek je vyjádřen v procentech a vypočítá se jako poměr čistého zisku po zdanění k průměrnému VK společnosti.

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní\ kapitál\ banky} * 100$$

Správné určení průměrného VK je následující. Průměr vyjadřuje průměrnou hodnotu všech akcionářských fondů a VK je průměr stavů na začátku a na konci sledovaného období.

- **ROA – Rentabilita aktiv**

Z ukazatele ROA vyplývá, kolik finančních jednotek zisku přísluší jedné jednotce aktiv. Výpočet ROA je poměrem čistého zisku po zdanění a průměrného stavu aktiv, výsledek je opět v procentech.

$$ROA = \frac{EAT}{stav\ aktiv} * 100$$

Ideální velikost ukazatele ROA by měla být dle většiny autorů nad 1 %. Autor Hrdý (2005, str. 53) konkretizuje návratnost aktiv.

Tabulka 5: Hodnoty ROA a její návratnost

Hodnota ROA	Návratnost aktiv
menší než 0,75	(velmi) slabá
0,75 - 1	pod standardem
1 - 1,25	dobrá
1,25 - 1,75	velmi dobrá
větší než 1,75	excelentní

Zdroj: Vlastní vypracování dle Hrdý (2005, str. 53)

Přičemž průměrný stav aktiv představuje stejně jako v předchozím případě průměr stavů na začátku a konci období.

2.4.2.3 Ukazatele likvidity

Scholleová (2017, str. 178) popisuje likviditu jako schopnost firmy transformovat aktiva na peníze, kterými následně kryje své závazky.

Likvidita na úrovni bankovního sektoru je chápána jako vyhovění splatným závazkům v jakýkoliv okamžik. ČNB má na starosti likviditu ostatních bank v tom smyslu, že jim stanovuje pravidla pro její řízení. Mezi hlavní ukazatele likvidity patří běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Nicméně výpočty pro pohotovou a okamžitou likviditu nelze na základě údajů z výročích zpráv provést, neboť potřebné údaje zde nejsou přesně vyjádřeny. Namísto toho věnuji část této podkapitoly výpočtu poměru vkladů a úvěrů klientů.

- **Běžná likvidita**

Hlavním účelem běžné likvidity je zjistit, jaký vztah je mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Konkrétně pak, o kolik jsou větší oběžná aktiva než krátkodobé závazky.

$$běžná\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva}{krátkodobé\ závazky}$$

- **Poměr vkladů a úvěrů klientů**

Tento poměr spadá do skupiny ukazatelů likvidity, protože zkoumá, zda-li mají banky stabilní financování. Jeho výsledná hodnota vychází v procentech.

$$poměr\ vkladů\ a\ úvěrů\ klientů = \frac{čisté\ úvěry\ klientů}{vklady\ klientů} * 100$$

2.4.2.4 Ukazatele produktivity a nákladovosti

Ukazatele produktivity jsou podle Kašparovské (2006, str. 31) velmi významné, protože odrážejí kvalitu manažerského řízení společnosti. Patří sem ukazatele celkové produktivity a nákladové intenzity. Oba tyto poměrové ukazatele zkoumají efektivně společnost využívá své zaměstnance.

- **Celková produktivita**

Díky ukazateli celkové produktivity jsme schopni určit dosažený zisk na jednoho zaměstnance.

$$P_c = \frac{EAT}{průměrný\ přepočtený\ počet\ zaměstnanců} * 100$$

- **Produktivita aktiv**

Obdobnou funkci plní i produktivita aktiv, kde místo čistého zisku počítáme s celkovou hodnotou aktiv.

$$P_a = \frac{Aktiva}{průměrný\ přepočtený\ počet\ zaměstnanců} * 100$$

Ukazatele produktivity chápeme v současné době jako významné indikátory konkurenceschopnosti společnosti.

- **Nákladová intenzita**

Vedle ukazatelů produktivity je vhodné se zaměřit i na vývoj ukazatelů nákladové intenzity, neboť na rozdíl od předchozích dvou ukazatelů zkoumá celkové náklady na jednoho zaměstnance.

$$N_c = \frac{celkové\ náklady}{průměrný\ přepočtený\ počet\ zaměstnanců} * 100$$

2.4.2.5 Ukazatele kapitálové přiměřenosti

„Kapitálová přiměřenost představuje pro banky povinnost udržovat určitou minimální výši kapitálu vzhledem k objemu a rizikovosti svých aktiv.“ (Kašparovská, 2006, str. 45)

- **Přiměřenost kapitálu**

Přiměřenost kapitálu má nejsložitější postup k jeho vypočítání, protože vychází ze speciálních ukazatelů. Jedním z nich jsou Tier 1 a Tier 2, které představují ukazatele kapitálové přiměřenosti bank. Tier 1 reprezentuje kapitál, který umožňuje dané bance pokračovat v jejím působení a zároveň udržuje její solventnost. Tier 2 představuje kapitál sloužící k tomu, aby společnost mohla vyplatit přednostní věřitele nebo vkladatele ve chvíli, kdy přestane být solventní.

Dalšími ukazateli jsou rizikově vážená aktiva (RVA), úvěrové ekvivalenty podrozvahových položek (EPP) a tržní (TR) a operační riziko (OR).

Výsledná hodnota by měla odpovídat alespoň 8 %.

$$Přiměřenost\ kapitálu = \frac{Tier\ 1 + Tier\ 2}{RVA + EPP + TR + OR} \geq 0{,}08$$

- **Výplatní poměr**

Specifickým ukazatelem je výplatní poměr, který sice nespadá přímo pod ukazatele kapitálové přiměřenosti, ale pod ukazatele kapitálového trhu, což spolu úzce souvisí. Výplatní poměr je pro moji práci neopomenutelným údajem, neboť ho používám při výpočtech vnitřní hodnoty akcie. Hodnota výplatního poměru charakterizuje podle Černohorského a Teplého (2011, str.277) dividendovou politiku společnosti. Tento ukazatel udává poměr zisku, který je následovně rozdělen zpátky akcionářům. Zbytek zisku je pak většinou reinvestován. Pro akcionáře je vhodné, aby byl výplatní poměr co nejblíže hodnotě 1.

$$výplatní\ poměr = \frac{dividenda\ na\ 1\ akcii}{zisk\ na\ 1\ akcii}$$

3 METODY STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY

Nyní se dostávám k nejdůležitější kapitole teoretické části, a to k metodám stanovení vnitřní hodnoty akcie. Metod a přístupů, které se touto problematikou zabývají, bylo vymyšleno již mnoho. Existují metody vycházející z historických dat o kurzech, další metody vycházejí z budoucích příjmů a jiné modely zase například odvozují vnitřní hodnotu akcií podle jejich časové hodnoty. Veselá (2007, str. 306) považuje za nejpreciznější, nejpropracovanější, nejdůkladnější a nejvíce variabilní ty modely, které respektují časovou hodnotou peněž. Tyto modely se dělí na:

1. dividendové modely
2. ziskové modely
3. model cash flow
4. historické modely
5. kombinované modely
6. bilanční modely

V mé práci budu aplikovat první tři zmíněné modely.

3.1 Dividendové diskontní modely

Na začátku kapitoly s názvem dividendové diskontní modely vysvětlím pojem dividenda. Dividendu vyplácí firmy svým akcionářům. Je to právě částka, kterou obdrží akcionář ze zisku společnosti po zdanění.

Dividendový diskontní model patří ve vyspělých ekonomikách k velmi často používaným modelům. Veselá (2007, str. 307) říká o tomto modelu, že je jedním z nejpropracovanějších. Předpokládá, že je vnitřní hodnota akcie dána současnou hodnotou všech budoucích příjmů, které plynou z této akcie. V této souvislosti upozorňuje Kislingerová (2001, str. 214) na fakt, že dividendový diskontní model nepracuje pouze s dividendou, ale ve výsledku se promítne i kapitálový zisk, který je taktéž významným motivem při investování.

Na trhu se setkáváme s dvěma typy dividendových modelů, kterými jsou:

- DDM s nekonečnou dobou držby
- DDM s konečnou dobou držby

Jak už vyplývá z názvu, DDM s nekonečnou dobou držby reprezentuje ty akcie, u kterých se v současnosti ani v dohledné budoucnosti

nepředpokládá jejich prodej. U DDM s konečnou dobou držby tento prodej naopak očekáváme.

Další způsob dělení DDM může být dle měr růstu:

- DDM s nulovým růstem,
- jednostupňové DDM,
- vícestupňové DDM (dvoustupňové, třístupňové).

Pokud je společností vyplácena konstantní dividenda, používáme model DDM s nulovým růstem. Dle Veselé (2007, str. 311) je jednostupňový model nejznámější verzí DDM. Vyznačuje se jen jednou neměnnou měrou růstu dividend. S dvou a třístupňovými modely pracujeme ve chvíli, kdy máme více měr růstu. V mé práci se budu konkrétně zabývat pouze jednostupňovým modelem.

3.1.1 Jednostupňový dividendový diskontní model

Jednostupňovým DDM mohou být jak modely s konečnou dobou držby, tak i modely s nekonečnou dobou držby, které jsou využívány častěji, neboť reálná využitelnost výpočtu je okolo 2 let.

Jak jsem již zmínila výše, jednostupňové modely se definují jednou konstantní mírou růstu nebo poklesu očekávaných dividend. Dle Veselé (2007, str. 311) vychází tyto výpočty z hodnoty běžné dividendy a míry růstu.

Nejznámějším DDM je Gordonův model z roku 1962. Ten bude pro mojí práci stěžejní, budu na něj klást největší důraz. Analytici používají tento model pro zhodnocení akcií firem, které vyplácejí dividendy, u kterých lze jejich vývoj vyjádřit pomocí jediné míry růstu. Stowe (2007, str. 61) popisuje Gordonův model jako jednu z nejrespektovanějších rovnic v oblasti dividendové analýzy. Vzhledem k tomu, že je model založen na neurčitě se rozšiřujících budoucích dividendách, měla by požadovaná míra návratnosti a míra růstu odrážet dlouhodobá očekávání. Vzorec pro výpočet Gordonova modelu:

$$VH = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$$

Kde **D_0** je běžná dividenda.

D_1 je očekávaná dividenda.

k je požadovaná výnosová míra.

g je míra růstu dividend.

VH je vnitřní hodnota akcie v běžném roce.

Veselá (2007, str. 313) upozorňuje na 5 základních předpokladů Gordonova modelu, které omezují jeho praktické využití.

1. Požadovaná výnosová míra musí být větší než míra růstu dividend.
2. Růst či pokles dividend musí mít po celou dobu stejné konstantní tempo.
3. Riziko, k a likvidita musí být po celou dobu konstantní.
4. Musí být striktně založeno na předpokladu nekonečné doby držby akcie.
5. Nepostradatelnými údaji jsou informace o běžné nebo očekávané dividendě.

Některé výše zmíněné údaje pro výpočet Gordonova modelu si musím v praktické části dopočítat podle následujících vzorců.

Stanovení **míry růstu dividend** patří k těm náročnějším. K jejímu určení můžeme použít tři modely.

1. **Udržovací model**
   Dle Polácha (2012, str. 223) ukazuje, jaký může být růst společnosti, pokud jsou finanční vztahy identické jako s předchozím obdobím. Míra růstu se pak vypočítá jako

$$g = ROE * B$$

Kde **B** je míra zadrženého zisku.

ROE je rentabilita VK.

2. **Historická míra růstu dividend**
   Nejjednodušší metodou je historická, u které bereme v potaz pouze dvě hodnoty dividend, což může zkreslit výsledek.

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1$$

Kde **t** je časový rozdíl mezi dividendami v letech.

$\mathbf{D_M}$ je současná dividenda.

$\mathbf{D_S}$ je dividenda, která je od současnosti nejvíce vzdálena.

3. **Historická normalizovaná míra růstu dividend**
   Veselá (2007, str. 380) značí podstatu tohoto modelu ve vyhlazení kolísavých tří nejmladších a tří nejstarších dividend geometrickými průměry, které nejsou citlivé na extrémní hodnoty.

$$g_n = \sqrt[t]{\frac{\sqrt[3]{D_b}}{\sqrt[3]{D_v}}} - 1$$

Kde $\mathbf{D_b}$ je součin tří nejmladších dividend.

$\mathbf{D_v}$ je součin tří nejstarších dividend.

t je období mezi těmito periodami v letech.

Další hodnotou, kterou si musím dopočítat, abych byla schopna dosadit do Gordonova modelu, je **požadovaná výnosová míra**. Správné stanovení výnosové míry je podle Musílka (2002, str. 307) velmi důležité. Tento autor také říká, že výnosovou míru využíváme jako diskontní faktor při převodu budoucích dividend na jejich současnou hodnotu. Pro stanovení výnosové míry aplikujeme model CAPM.

$$CAPM\ (k, požadovaná\ výnosová\ míra) = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Kde **R_F** je bezriziková výnosová míra.

β je beta faktor akcie.

R_m - R_F je riziková prémie kapitálového trhu.

I zde musím potřebné hodnoty vypočítat. Hodnoty pro **rizikovou prémii kapitálového trhu** představuje výnosnost státních dluhopisů České republiky.

Beta faktor představuje míru systematického rizika, přičemž čím vyšší je, tím je rizikovější. Odhadnout koeficient Beta je velmi složité. Existuje několik různých variant pro jeho výpočet. Mnou vybraný způsob si konkrétněji představíme v praktické části.

Bezrizikovou výnosovou míru bude představovat průměr výnosnosti státních dluhopisů.

3.2 Ziskové modely

Při hledání vnitřní hodnoty akcie pomocí ziskových modelů vycházíme dle Radové, Dvořáka a Málka (2013, str. 267) z poměru tržní ceny akcie se ziskem na jednu akcii. Investoři jej často používají ke srovnávání mezi společnostmi, především kvůli její jasné pochopitelnosti. Nejznámějšími modely jsou P/E poměr, P/BV poměr a P/S poměr. Paradoxně mohou všechny tyto tři modely spadat nejen pod ziskové modely, nýbrž i pod modely historické. Proto jsem se rozhodla je všechny probrat už nyní, přičemž budu brát v potaz jak ziskové, tak historické výpočty.

3.2.1 P/E poměr

V P/E poměru vidí Veselá (2007, str. 338) nejpoužívanější a nejoblíbenější ukazatel trhu. Tento ukazatel vyčísluje, kolik je investor schopný zaplatit za jednu jednotku zisku akcie. Při porovnávání výsledných hodnot musíme brát v potaz pouze stejná odvětví. P/E poměr rozdělujeme na normální, běžný model a Sharpův P/E. **Normální P/E poměr** vyjadřuje opravdovou cenu akcie, neboť vyjadřuje její vnitřní hodnotu v relativním vyjádření k zisku.

$$(P/E)_N = \frac{p}{k-g}$$

Kde **p** je dividendový výplatní poměr.

k, g viz výše.

Hodnotu **běžného P/E poměru** vypočteme následovně:

$$běžný\ P/E\ \text{poměr} = \frac{P_0}{E_0}$$

Kde $\mathbf{P_0}$ je aktuální tržní cena akcie.

$\mathbf{E_0}$ je poslední zveřejněný zisk společnosti připadající na 1 akcii.

Speciálním druhem je **Sharpův P/E poměr**. Hodnocení akcií pomocí tohoto poměru je velmi jednoduché, protože pouze stačí výslednou hodnotu dle Sharpa porovnat s běžným P/E.

Tabulka 6: Porovnání Sharpova a běžného P/E poměru

Sharpovo P/E > běžné P/E	podhodnocená akcie
Sharpovo P/E < běžné P/E	nadhodnocená akcie
Sharpovo P/E = běžné P/E	správně oceněná akcie

Zdroj: vlastní vypracování dle Veselá (2007, str. 343)

Samotný výpočet Sharpova P/E poměru je následující:

$$Sharpův\ P/E\ poměr = \frac{p\,(1+g)}{k-g}$$

Pro určení výsledné vnitřní hodnoty akcie Společnosti X je dosazení do jednoduché rovnice:

$$VH = (P/E)_N * E_1$$

Kde $\mathbf{E_1}$ je očekávaný zisk.

Velikost E_1 je dána predikcí managementu Společnosti X, která očekává pro následující roky nárůst zisku o cca 4 procenta. S tímto faktem budu následně při výpočtech a sestavování finančního plánu pracovat.

3.2.2 P/BV poměr

Dalším ukazatelem je P/BV poměr, který má menší vypovídající hodnotu než předchozí model, protože nepracuje s aktuálními informacemi. P/BV poměr informuje o tom, kolik korun chce investor zaplatit za jednu korunu VK dané společnosti. Je vhodný spíše v odvětvích se stabilním VK. Podle Štýbra (2011, str. 117) by v atraktivních odvětvích měla mít firma hodnotu okolo 3 %. I zde můžeme ukazatel rozdělit na běžný a normální P/BV poměr, navíc i na poměr historický. **Normální P/BV poměr** ukazuje nejen správnou cenu akcie, ale i očekávanou úroveň účetní hodnoty v následujícím roce. To dle vzorce:

$$P_0/BV_1 = \frac{ROE * p}{k - g}$$

Pro výpočet vzorce **běžného P/BV poměru** potřebujeme znát jeho aktuální tržní cenu a účetní hodnotu VK.

$$P_0/BV_0 = \frac{P_0}{BV_0}$$

Kde **BV_0** je běžná účetní hodnota VK na akcii.

P_0 je aktuální cena akcie.

Posledním zmíněným P/BV poměrem je **historický poměr** odrážející minulý vývoj tržního kurzu dané akcie. Podle Veselé (2007, str. 371) porovnává průměry historického akciového kurzu a historické účetní hodnoty na 1 akcii.

$$(P/BV)_H = \frac{P_A}{BV_A}$$

Kde **P_a** je průměrný historický kurz.

BV_A je průměrná historická úroveň na 1 akcii.

Obdobou Sharpova modelu je v tomto případě ukazatel V_0/BV_0. Jehož výslednou hodnotu potom opět porovnáme s běžným P/BV poměrem.

$$V_0/BV_0 = \frac{ROE * p * (1 + g)}{k - g}$$

Přičemž platí, že:

Tabulka 7: Porovnání ukazatele V_0/BV_0 a běžného P/BV poměru

ukazatel V_0/BV_0 > běžné P/BV	podhodnocená akcie
ukazatel V_0/BV_0 < běžné P/BV	nadhodnocená akcie
ukazatel V_0/BV_0 = běžné P/BV	správně oceněná akcie

Zdroj: vlastní vypracování dle Veselá (2007, str. 343)

Dosazení do vzorce pro vnitřní hodnotu je pak následující

$$VH = \frac{ROE * BV_1 * p}{k - g}$$

Kde **BV_1** je očekávaná velikost účetní hodnoty v příštím roce.

3.2.3 P/S poměr

Dříve byl P/S poměr opomínaným ziskovým či historickým ukazatelem, ale v poslední době jeho popularita roste. To je dáno především jeho praktickým využitím, kdy na rozdíl od ostatních ziskových ratií zůstává jeho využitelnost stejná i přes nepříznivou finanční situaci ve firmě. Další plus vidí Veselá (2007, str. 354) v tržbách. Ty totiž nejsou tak moc vystaveny zkreslujícím faktorům jako ukazatelé v předešlých případech. I nyní si představíme tři jeho formy, které

jsou si navzájem s poměry P/E a P/BV velmi blízké. První je opět **normální P/S poměr,** jenž vychází z normálního P/E poměru.

$$P_0/S_1 = \frac{M_1 * p}{k - g}$$

Kde **M_1** je očekávaná zisková marže.

$$M_1 = \frac{očekávaná\ velikost\ EAT}{očekávaná\ velikost\ tržeb}$$

Obdobou Sharpova P/E je **ukazatel V_0/S_0,** ve kterém vedle dividendového výplatního poměru vystupuje i běžná zisková marže.

$$V_0/S_0 = \frac{M_0 * p * (1 + g)}{k - g}$$

Kde **M_0** je běžná zisková marže.

$$M_0 = \frac{EAT}{tržby}$$

P/S poměr patří stejně jako P/BV poměr i k historickým modelům. To v **historickém** pojetí představuje poměr mezi historickým tržním kurzem dané akcie a průměrnou historickou velikostí tržeb na 1 akcii.

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A}$$

Kde **S_A** je průměrná historická velikost tržeb připadajících na 1 akci.

Vnitřní hodnotu vypočítáme dosazením do vzorce:

$$VH = (P/S)_N * S_1$$

3.3 Model cash flow

Při využívání modelu cash flow si finanční analytici nejprve stanoví celkovou hodnotu firmy. Rozdíl oproti předchozím modelům je takový, že zde kalkulujeme i s prostředky, které firma drží pro případ, že nemá dividendovou politiku nebo v případě nízké hodnoty vyplácených dividend. V mé práci se budu opírat o 2 hlavní cash flow modely, kterými jsou FCFE a FCFF. Zmíněné modely se liší především v úpravě cash flow. Podle Štýbra (2011, str. 118) jde o to, aby konečná vypovídající schopnost hodnoty byla co největší podle závislosti na postavení, ve kterém se momentálně nacházíte. Tzn. zda-li jste akcionář nebo věřitel.

3.3.1 Free Cash Flow to Equity model

Free Cash Flow to Eqiuty je model u kterého se stanovuje vnitřní hodnota z pohledu akcionáře, a proto tento model v češtině označujeme jako volné cash flow pro akcionáře. Gladiš (2005, str. 55) uvádí, že firma není dlouhodobě schopna platit vyšší dividendy, než je její FCFE, protože rozdíl těchto veličin by poté musela krýt vydáváním dalších akcií a nebo se zadlužit.

Nevýhoda modelu v porovnání s modely předchozími je jeho složitost, jelikož při výpočtu FCFE pracujeme s velkým množstvím účetních položek. Naopak výhodou je jeho komplexnější pojetí. Výpočet podle Veselé (2011, str. 362)

Free Cash Flow to Equity

$= čistý\ zisk$

$+ odpisy$

$- investiční\ výdaje$

$- změna\ pracovního\ kapitálu$

$- splátky\ dluhů$

$+ nové\ emise\ dluhových\ instrumentů$

Damodaran (2012, str. 355 – 357) se ztotožňuje s tímto postupem výpočtu FCFE, ale zároveň upozorňuje na několik dalších důležitých aspektů. Říká, že pokud firma vyplatí akcionářům méně peněžních jednotek než si může dovolit, tak dochází k podhodnocení akcií. A přesně to souvisí s výše zmíněným výpočtem FCFE. Jeho výsledná hodnota by v ideálním případě měla být vyplacena ve formě dividend, ale ne vždy tomu tak je. Jako hlavní důvody Damodaran uvádí:

1. **stabilita společností** – firmy se snaží aby jejich dividendy byly stabilní a důsledkem toho je, že vyplácí méně něž je v jejich silách. Dělají to kvůli obavám ze špatných hospodářských výsledků, kde by musely razantně snižovat dividendy.
2. **budoucí investice** – Pokud firma plánuje do budoucna zvýšení investic, tak zadržuje část FCFE.
3. **daňové důvody** – v situaci, kde jsou kapitálové výnosy zdaněny méně než dividendy zadržuje společnost část ze svých zisků právě z daňových důvodů.
4. **signalizační funkce** – zvyšování či snižování dividend vnímají firmy jako predikci budoucího vývoje. Následně se tedy jejich pozornost orientuje na využití těchto signálů než na snahu vyplatit akcionářům celý objem FCFE.
5. **upřednostnění vlastních zájmů** – firmy mnohdy mývají větší zájem investovat peněžní prostředky zpátky do firmy k budování

finančních rezerv. I z toho důvodu se nemusí dividendy rovnat velikosti FCFE.

Všeobecně je velmi těžké v bankovním odvětví odhadnout očekávané peněžní toky, jako je tomu v mém vzorci pro výpočet FCFE. Proto Damodaran (2009, str. 356) vymezuje FCFE jako cash flow, které zůstane investorům poté, co zaplatí veškeré dluhy a provedou nejdůležitější investice. Definice těchto nezbytných investic je poté v podobě kapitálové přiměřenosti, protože ta je schopna určit budoucí potenciální růst banky. Z toho důvodu upravil Damodaran (2009, str. 357) předešlý vzorec tak, aby jej mohli využívat i finanční instituce.

$$\text{FCFE} = \text{Čistý zisk} - \text{Investice do kapitálové přiměřenosti}$$

I tento vzorec má dle Damodarana (2009, str. 360-362) svá rizika. Nejvýznamnější z nich je stanovení velikosti investic do kapitálové přiměřenosti. Ta je regulovaná ČNB ale i samotnou bankou, která si může udržovat vyšší hodnoty například kvůli eliminaci rizika.

Druhé riziko spatřuje v ziskovosti aktivity. To znamená kolik čistého zisku nám dodatečně poskytnutý úvěr přinese. Vzorec výpočtu investic do kapitálové přiměřenosti je následující:

$$\textit{hodnota investice do kapitálové přiměřenosti} = L_t * KP_t - L_{t-1} * KP_{t-1}$$

Kde $\mathbf{L_t}$ je hodnota poskytnutých úvěrů v čase t.

$\mathbf{L_{t-1}}$ je hodnota poskytnutých úvěrů v čase t-1.

$\mathbf{KP_t}$ je hodnota kapitálové přiměřenosti v čase t.

$\mathbf{KP_{t-1}}$ je hodnota kapitálové přiměřenosti v čase t-1.

Existuje několik způsobů výpočtů spadajících pod FCFE modely. Pro další využití v praktické části jsem si vybrala verzi, kterou představuje jednostupňový model s konstantním růstem.

3.3.1.1 Jednostupňový model s konstantním růstem

Aplikace jednostupňového modelu je podle Veselé (2011, str. 363) ideální v případě, že se opíráme o stabilní firma nacházející se v poslední fázi životního cyklu odvětví, nebo pokud se jedná o monopol.

$$VH = \frac{FCFE_{2019}}{1+k} + \frac{FCFE_{2020}}{(1+k)^2} + \frac{FCFE_{2021}}{(1+k)^3} + \frac{FCFE_{2022}}{(1+k)^4} + \left[\frac{FCFE_{2023}}{(k-g)} * \frac{1}{(1+k)^4}\right]$$

Veselá (2011, str. 363) uvádí, že by g mělo být velikostně stejně velké, jako nominální míra růstu ekonomiky daného odvětví. Rozhodně by, dle této autorky, tato míra neměla být překročena o více než 1 – 2 procentní body. Já jsem se rozhodla pracovat s úplně stejnou

velikostí. Damodaran (2002, str. 498 - 499) doplňuje skutečnost, že tento model je velmi blízký Gordonovu modelu a zároveň dodává by se β faktor neměl výrazněji lišit od hodnoty 1.

PRAKTICKÁ ČÁST

4 SHRNUTÍ GLOBÁLNÍ, ODVĚTVOVÉ A FIREMNÍ ANALÝZY

U všech faktorů, které jsou součástí globální, odvětvové a firemní analýzy, jsem počítala korelační koeficienty, které budou hrát stěžejní roli v této podkapitole praktické části. Díky nim budu snáze určovat pravdivost závislosti na akciových kurzech. Koeficienty jsem vždy vytvářela v programu MS Excel pomocí funkce CORREL. Z toho důvodu, že pro rok 2019 ještě nejsou všechny hodnoty zveřejněné či dohledatelné, jsem zvolila časovou škálu pro všechny výpočty od roku 2009 do roku 2018.

4.1 Globální analýza

- **Hrubý domácí produkt**

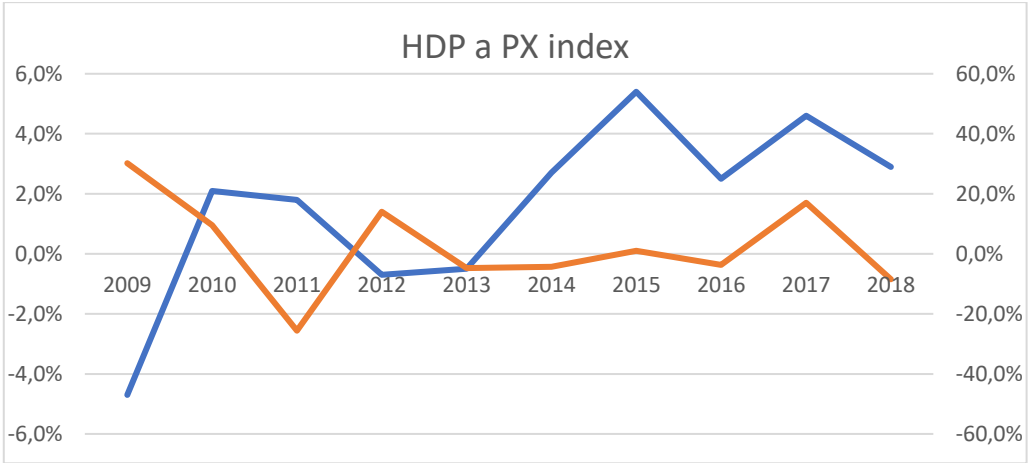
První zkoumaným faktorem je hrubý domácí produkt. V níže zmíněné tabulce jsem porovnávala procentuální změnu HDP a PX indexu. PX index reprezentuje cenový index pražské burzy cenných papírů, což je největší trh s cennými papíry na našem území. Nejvýznamnější zastoupení v PX indexu mají obory, které pracují s penězi, následují dodavatelé energií a technologie spolu s telekomunikacemi. Spotřební zboží a služby tvoří pouze 6, respektive 3,5 procenta.

Tabulka 8: Porovnání změny HDP a PX indexu

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	-4,7%	2,1%	1,8%	-0,7%	-0,5%	2,7%	5,4%	2,5%	4,6%	2,9%
PX index	30,2%	9,6%	-25,6%	14,0%	-4,8%	-4,3%	1,0%	-3,6%	17,0%	-8,5%

Zdroj: Vlastní vypracování dle https://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/

Graf 1: Změna HDP a PX indexu



Zdroj: Vlastní vypracování dle https://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/

V grafu značí modrá barva HDP, oranžová naopak burzu PX. Dle výpočtů ČNB (2019a) lze očekávat velikost HDP v roce 2019 a 2020 nižší, nežli tomu bylo v předešlých letech. Konkrétně se má pohybovat okolo 2,5 %. Naopak v roce 2021 se má meziroční růst HDP dostat na hodnotu 2,8 % a následně na této hodnotě stagnovat.

Tabulka 9: Prognóza velikosti HDP

HDP	2019E	2020E	2021E	2022E
	2,50%	2,5%	2,8%	2,1%

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB 2019a

Jak jsem zmínila v přehledu k této kapitole, u každého faktoru budu počítat jeho korelační koeficient. Vztah mezi HDP a akciovým trhem má být dle většiny zdrojů literatury pozitivní. Zde jsem naměřila hodnotu 0,28, která odpovídá sice slabé, ale kladné korelaci mezi oběma faktory. Takže v tomto případě se mé výpočty shodují s predikcemi.

- **Úroková míra**

V tabulce č. 10 jsou rozepsány velikosti úrokových sazeb, mezi které řadíme diskontní, lombardní a 2T Repo operace.

Tabulka 10: Změny úrokových sazeb

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Diskontní	0,25%	0,25%	0,25%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,75%
Lombardní	2%	1,75%	1,75%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	1%	2,75%
2T Repo	1%	0,75%	0,75%	0,05%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	1,75%

Zdroj: Vlastní vypracování dle https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/oficialni-urokove-sazby-cnb-mesicni-prumer/repo-sazba-2-tydny/

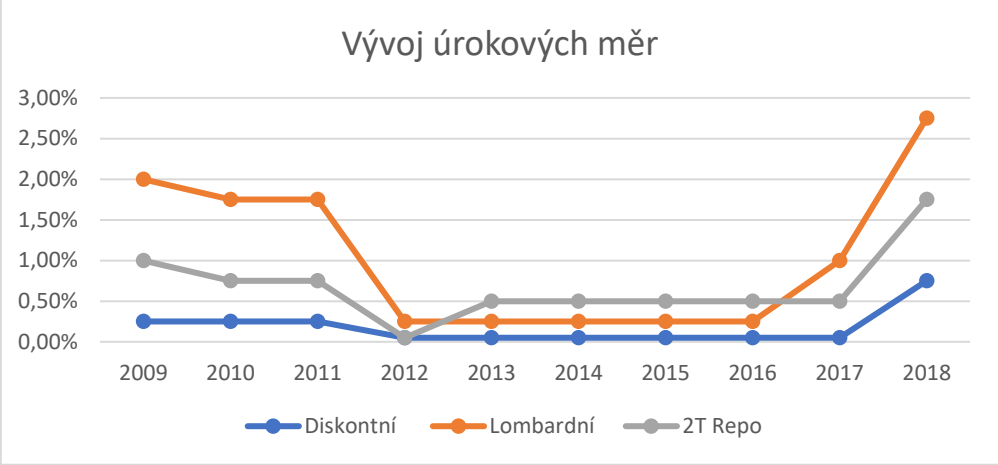
Pro lepší představu jsem výše zmíněné hodnoty dala do grafu, ve kterém jsou přehledněji vidět jejich rozdíly. Nejnižší sazbou je sazba diskontní, která po celé měřené období nepřesáhla hodnotu 2 %. U ní, stejně jako u ostatních dvou sazeb, je největší pokles vidět v roce 2012, kdy byla naše ekonomika v recesi. V posledních třech letech všechny hodnoty rostou a jejich predikce na následující roky je stagnující či mírně rostoucí dle tabulky č. 11.

Tabulka 11: Prognóza úrokových sazeb

	2019E	2020E	2021E	2022E
Diskontní	1%	0,75%	1,25%	1,25%
Lombardní	3,45%	3,35%	2,75%	2,75%
2T repo sazba	2,3%	2,2%	1,8%	1,8%

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB 2019b

Graf 2: Vývoj úrokových měr



Zdroj: Vlastní vypracování dle https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/oficialni-urokove-sazby-cnb-mesicni-prumer/repo-sazba-2-tydny/

I v tomto případě jsem počítala korelační koeficient, který jsem měřila pro všechny tři úrokové sazby společně s PX indexem.

Tabulka 12: Korelační koeficient

	Korelační koeficient
Diskontní	0,03
Lombardní	0,12
2T repo sazba	0,03

Zdroj: Vlastní výpočet

Dle odborných knih se vztahy mezi úrokovými mírami a akciovým trhem prezentují negativním vztahem. Ovšem mnou vypočítané hodnoty jsou kladného rázu. Všechny tři sazby mají sice kladný koeficient, ovšem jejich hodnoty jsou velmi malé, z čehož vyplývá, že PX index budou ovlivňovat opravdu málo.

- **Inflace**

Tabulka 13: Vývoj inflace a PX burzy

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inflace	1,0%	1,5%	1,9%	3,3%	1,4%	0,4%	0,3%	0,7%	2,5%	2,1%
PX	30,2%	9,6%	-25,6%	14,0%	-4,8%	-4,3%	1,0%	-3,6%	17,0%	-8,5%

Zdroj: Vlastní vypracování dle Českého statistického úřadu 2019a

Inflační cíl ČNB, který je v platnosti od roku 2010, stanovuje meziroční přírůstek 2 % s tolerancí +- 1 %. Z tabulky č. 13 lze vidět, že kromě roků 2014-2016 tuto prognózu dodržuje. V roce 2014 se inflace snížila nejen v české ekonomice, ale i v celé Evropě. Pokles byl v tomto roce způsobený propadem regulovaných cen a výrazným cenovým poklesem pohonných hmot. Právě pohonné hmoty měly největší podíl na snížení inflace po celém světě.

Naopak nárůst inflace po roce 2017 je zapříčiněn růstem cen bydlení, potravin, alkoholických či nealkoholických nápojů a tabáku.

Tabulka 14: Prognóza inflace

Prognóza inflace	2019E	2020E	2021E	2022E
	2,8%	2,6%	2,0%	2,0%

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB 2019c

Prognózy ČNB (2019c) očekávají v roce 2019 velký nárůst. Dále ukazují, že ve 4. čtvrtletí 2020 bude mírný pokles na 2,6% a v 1. čtvrtletí roku 2021 by měla inflace klesnout na hodnotu 2,0%. Obě tyto hodnoty jsou tudíž v souladu s inflačním cílem.

Vypočítaný korelační koeficient má hodnotu 0,20. To je v rozporu s tím, že by, dle většiny autorů, měla negativně ovlivňovat akciové trhy.

- **Peněžní nabídka**

Objemově největší část peněžní nabídky tvoří agregát M3 a z tohoto důvodu jsem v následující tabulce vyobrazila jeho hodnoty a roční změnu v procentech. Z těchto hodnot budu nadále vycházet při výpočtu korelačního koeficientu.

Tabulka 15: Agregát M3 a jeho hodnoty (v mil. Kč)

Rok	Hodnota M3	Procent. změna M3
2009	2 709 133	0,40%
2010	2 759 968	0,02%
2011	2 835 991	3,10%
2012	2 971 844	5,30%
2013	3 144 512	5,40%
2014	3 330 636	5,70%
2015	3 595 490	8,20%
2016	3 830 198	6,70%
2017	4 226 890	11,00%
2018	4 493 665	6,20%

Zdroj: Vlastní vypracování dle ARAD 2019a

Z výpočtu pro korelační koeficient mi poprvé vyšlo záporné číslo, konkrétně -0,09, což logicky značí i zápornou korelaci. Ta je sice slabá, ale i tak se to neshoduje s tím, co vymezuje definice vztahu peněžní nabídky a akciového kurzu. Jednou z možných příčin nesouladu může být skutečnost, že mnou sledované období je delší časové povahy, přičemž definice počítá spíše s kratším časovým úsekem.

Tabulka 16: Prognóza M3

Prognóza M3	2019E	2020E	2021E	2022E
	6,5%	8,5%	9,6%	9,6%

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB 2019d

- **Nezaměstnanost**

V České republice je dle Českého statistického úřadu (2019b) momentální nezaměstnanost velmi nízká. Její hodnota činí pouze 2,1 %, což je její historické minimum.

Tabulka 17: Míra nezaměstnanosti v ČR

Nezaměstnanost v ČR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	9,2%	9,6%	8,6%	9,4%	8,2%	7,5%	6,2%	5,2%	3,8%	3,1%

Zdroj: Vlastní vypracování dle https://www.kurzy.cz/makroekonomika/nezamestnanost/?imakroGraphFrom=1.1.1990

Tabulka ukazuje vývoj nezaměstnanosti od roku 2009 až po rok 2018. V roce 2012 byla již několikrát zmíněná ekonomická krize, která se projevila nejen u nás, ale postihla i naše zahraniční partnery. Tím byl trh celkově oslaben a docházelo ke globálnímu nárůstu nezaměstnanosti. Proto v tomto roce vidíme nejvyšší hodnotu nezaměstnanosti, která činí 9,4 %. Z tabulky lze jednoduše vyčíst, že počet nezaměstnaných na našem území od roku 2012 velmi výrazně klesal, což je dáno především ekonomickým růstem naší republiky. Predikce nezaměstnanosti by v příštích letech měla mírně klesat.

Tabulka 18: Prognóza nezaměstnanosti

Prognóza nezaměstnanosti	2019E	2020E	2021E	2022E
	2,90%	2,8%	2,8%	2,6%

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB 2019e

I v tomto případě jsem pracovala s korelačním koeficientem, který mi vyšel 0,05. Tudíž se nám nepotvrdila predikce o záporné korelaci, nicméně je toto číslo opravdu velmi malé a jeho závislost je tedy skoro nulová.

4.1.1 Zhodnocení globální analýzy

Na začátku této kapitoly jsem se věnovala definování a porovnání HDP a PX indexu, přičemž jsem zjistila, že HDP má dle mých výpočtů korelací nejvíce pozitivní vliv na akciové kurzy. Meziroční růst HDP se v posledních třech letech pohybuje okolo hodnoty 2,5 procenta a vyhlídky na následující dva roky tento trend potvrzují. Pokud se prognózy potvrdí, znamenalo by to pozitivní dopad na akciový trh.

Druhá podkapitola představuje pojem úroková míra a její druhy, které spravuje ČNB – konkrétně se jedná o 2T repo operace, diskontní a lombardní úrokové míry. Mezi úrokovými mírami a akciovým trhem by měl být negativní vztah, ale to mé výpočty nepotvrdily. Všechny tři typy jsou momentálně na své nejvyšší historické hodnotě a očekává se, že v následujících letech nebudou výrazněji klesat ani růst.

V další části se zabývám inflací, kterou opět porovnávám s PX indexem. Inflaci a akciové kurzy spojuje negativní či neutrální vztah. Pokud panuje neutrální vztah, tak to znamená, že inflace nemá značný vliv na vývoj kurzů. Což by odpovídalo mým výsledkům, protože hodnota 0,2 je velmi slabá, takže zde můžeme mluvit o neutrálním vztahu.

Peněžní nabídka, která se skládá z měnových agregátů M1, M2 a M3, má mít pozitivní vztah k akciovým kurzům. Výsledná hodnota mého korelačního koeficientu je ale záporná, což má data potvrzují.

Na závěr jsem se věnovala nezaměstnanosti, která na tom nikdy nebyla lépe, než jak je tomu dnes. Její hodnoty jsou tak nízké, že jsme dokonce na předních příčkách nezaměstnanosti v celé Evropě, což potvrzují i vyhlídky na další období.

V tabulce č. 19 jsou k nahlédnutí všechny mnou zmíněné globální faktory spolu s korelačními koeficienty a jejich vztahy k akciovým trhům.

Tabulka 19: Vztah globálních faktorů aplikovaný na akciové trhy

	Korelační koeficienty	Síla závislosti	Naměřená závislost	Závislost podle odborné literatury	Soulad / nesoulad
HDP	0,28	slabá	pozitivní	pozitivní	soulad
Úroková míra	0,03; 0,12; 0,03	velmi slabá	pozitivní	negativní	nesoulad
Inflace	0,2	slabá	pozitivní	negativní	nesoulad
Peněžní nabídka	-0,09	velmi slabá	negativní	pozitivní	nesoulad
Nezaměst-nanost	0,05	velmi slabá	pozitivní	negativní	nesoulad

Zdroj: Vlastní vypracování

Skutečnost, že kromě hrubého domácího produktu mi vyšly nesoulady s odbornou literaturou, je zcela zřejmá. Důvodů může být hned několik. Jako první bych zmínila finanční a ekonomickou krizi, která mi mohla zkreslit výsledky. Dalším faktorem může být fakt, že vybrané desetileté období má až moc velké rozpětí. A třetí, že mnou naměřené výsledky mají opravdu velmi malou sílu závislosti.

Při zhodnocení výše uvedených výsledků lze dle mého názoru očekávat pozitivní vývoj vlivu na akciové kurzy, a to i přes nesoulad v mnoha parametrech. Hodnotím tak, protože nejsilnější závislost byla u HDP, u kterého se mi taky jako u jediného podařil soulad s odborníky, který byl v obou případech pozitivní.

4.2 Odvětvová analýza

- **Životní cyklus odvětví**

Společnost X, na kterou je diplomová práce zaměřena, podniká v oblasti bankovnictví. Proto si zmíněné odvětví představíme podrobněji. Data jsem získala opět jen do roku 2018, jelikož výsledná data roku 2019 zatím nebyla zveřejněna.

Tabulka 20: Zisky bankovního sektoru (v mil. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
Zisk z finanční a provozní činnosti	168 409	157 377	162 089	167 152	168 171
Zisk po zdanění	59 740	55 656	53 337	64 307	61 048

	2014	2015	2016	2017	2018
Zisk z finanční a provozní činnosti	167 905	174 157	180 186	179 177	190 399
Zisk po zdanění	63 055	66 332	73 525	75 316	81 440

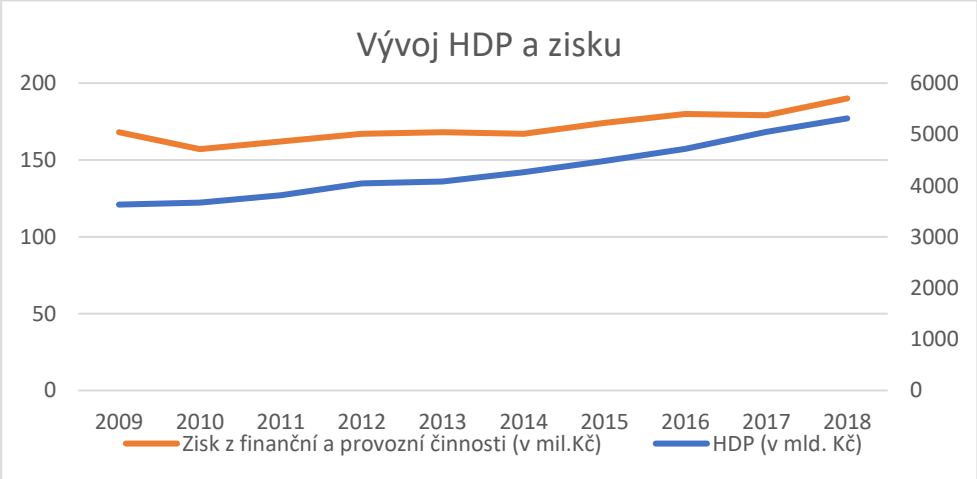
Zdroj: Vlastní vypracování dle ARAD 2020a

Pro zjištění finanční situace bankovního sektou jsem zvolila čistý zisk. Porovnávám ho se ziskem z finanční a provozní činnosti tak, aby byl vidět jejich vývoj v čase. Oba dva ukazatele v průběhu let mírně rostou, což značí, že je bankovní sektor stabilní, a proto bych ho zařadila do poslední fáze, kterou je etapa stabilizace. Česká bankovní asociace (2020) uvádí skutečnost, že Český bankovní sektor je jedním z nejstabilnějších v Evropské unii. To je čisté potvrzení mého mínění o tom, že se bankovnictví nachází v poslední fázi cyklu.

- **Životní cyklus akcie**

Bankovní sektor má jasně cyklický charakter. Ověřit si to můžeme na grafu HDP a zisku, protože díky vývoji hrubého domácího produktu jsem schopni určit kolísání mezi recesí a konjunkturou.

Graf 3: Vývoj HDP a zisku z finanční a provozní činnosti



Zdroj: Vlastní vypracování dle ARAD 2019b

Obě naměřené hodnoty vykazují známky přímé závislosti, což potvrzuje jejich cyklický charakter.

- **Tržní struktura**

V další části kapitoly pojednávající o tržní struktuře jsem udělala rozdělení českého bankovnictví. Zvolila jsem si první a poslední rok mnou sledovaných období, což jsou roky 2009 a 2018. ČNB rozděluje banky podle velikosti celkového objemu bilanční sumy bankovního sektoru. Od roku 2016 jsou ČNB nastavena nová pravidla pro určování velikosti podniku. Pokud má banka bilanční sumu větší než 10 %, nazýváme ji velkou. Střední banky musí mít bilanční sumu v rozmezí 2 % až 10 % a malé pod 2 %. Speciální složku pak tvoří pobočky zahraničních bank a stavební spořitelny.

Tabulka 21: Rozdělení bank

Rozdělení bank v roce 2009			Rozdělení bank v roce 2019		
	Počet	Aktiva (mil. Kč)		Počet	Aktiva (mil. Kč)
Velké	4	2 361 651	Velké	4	5 099 597
Střední	4	556 226	Střední	5	1 292 050
Malé	8	223 177	Malé	10	628 670
Pobočky zahranič-ních bank	18	496 487	Pobočky zahranič-ních bank	25	610 395
Stavební spořitelny	5	457 084	Stavební spořitelny	5	406 810
Celkem	39	4 094 625	Celkem	49	8 037 522

Zdroj: Vlastní vypracování dle https://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm a dle https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/banky/pocty-subjektu/

Z tabulky lze vyčíst, že od roku 2009 až po současnost se počet velkých bank a stavebních spořitelen nezměnil. Skutečně malý nárůst nastal u středních a malých bank, které se zvýšily o 1, respektive o 2. Největší změna proběhla u poboček zahraničních bank, jejichž počet vzrostl z 18 na 25.

Nejvýznamnější rozdíl je v celkových aktivech, kdy v roce 2009 bylo české bankovnictví na hodnotě 4 094 625 mil. Kč a loňský rok se toto číslo téměř zdvojnásobilo.

Z výše uvedených poznatků lze usoudit, že české bankovnictví je oligopolní. Což plyne jak z počtu (velkých) firem v odvětví, tak i z toho, že většina bank nabízí stejné služby za podobných podmínek.

4.2.1 Zhodnocení odvětvové analýzy

Odvětvová analýza se skládala ze tří hlavních segmentů: životního cyklu, citlivosti odvětví na vývoj hospodářství a tržní struktury. Začátek tohoto shrnutí bych věnovala postavení bankovnictví v naší ekonomice. Českému bankovnictví v průběhu let 2009-2018 výrazně vzrostl jeho čistý zisk. Ziskovost je základní cíl všech firem, a proto bych tento aspekt hodnotila pozitivně. Momentálně se odvětví nachází ve fázi stabilizace, což znamená, že především velké banky

mají dominantní postavení na trhu. Stabilita se týká nejenom zisků a tržeb, ale i akciových kurzů a jejich vnitřní hodnoty akcie.

Bankovní sektor patří mezi cyklická odvětví a jeho akcie patří také do skupiny cyklických. A protože bankovnictví pozitivně kopíruje hospodářský cyklus, tak největší zisky a tržby jsou v období ekonomického růstu a nejmenší v recesi.

Ve třetí podkapitole jsem se věnovala tržním strukturám a na základě mých podkladů jsem usoudila, že bankovnictví můžeme považovat za oligopolní. Důkazem jsou velké banky, kterým patří převážná část bilanční sumy. Služby jsou ve všech bankách taktéž více méně stejné a překážky pro vstup do odvětví jsou velmi specifické a těžko překonatelné, protože se řídí regulacemi ČNB.

4.3 Firemní analýza

Poslední velká podkapitola fundamentální analýzy se věnuje převážně firemním výpočtům. Než se však podíváme na konkrétní příklady, tak je na snadě si blíže představit firmu, na kterou vztahuji svoji diplomovou práci.

4.3.1 Představení Společnosti X a.s.

Jak už bylo několikrát zmíněno, Společnost X patří do českého bankovního sektoru, kde zaujímá místo jedné z předních českých společností v oboru bankovnictví. Banka působí na trhu skoro 30 let, což z ní dělá stálici na našem trhu.

Společnost X a.s.

Oblast činnosti: bankovnictví, finance

Právní forma: akciová společnost

Tržní kapitalizace: 133 987,70 mil. Kč (k roku 2019)

Počet akcionářů: 50 462 (z toho přes 90 % fyzické osoby)

Rok vzniku: 1990

Základní kapitál: 19 004 926 000Kč, splaceno: 100 %

Počet zaměstnanců: 8 167 (k roku 2019)

V roce 2016 se valná hromada Společnosti X rozhodla, že rozdělí akcie v poměru 5:1. V praxi to znamenalo, že došlo ke změně jmenovité hodnoty akcií z 500 Kč na 100 Kč za jednu akcii. Proto jsem si musela přepočítat všechny akcie do roku 2015 a převést je na jejich nynější hodnotu.

Tabulka 22: Vývoj dividend (v Kč)

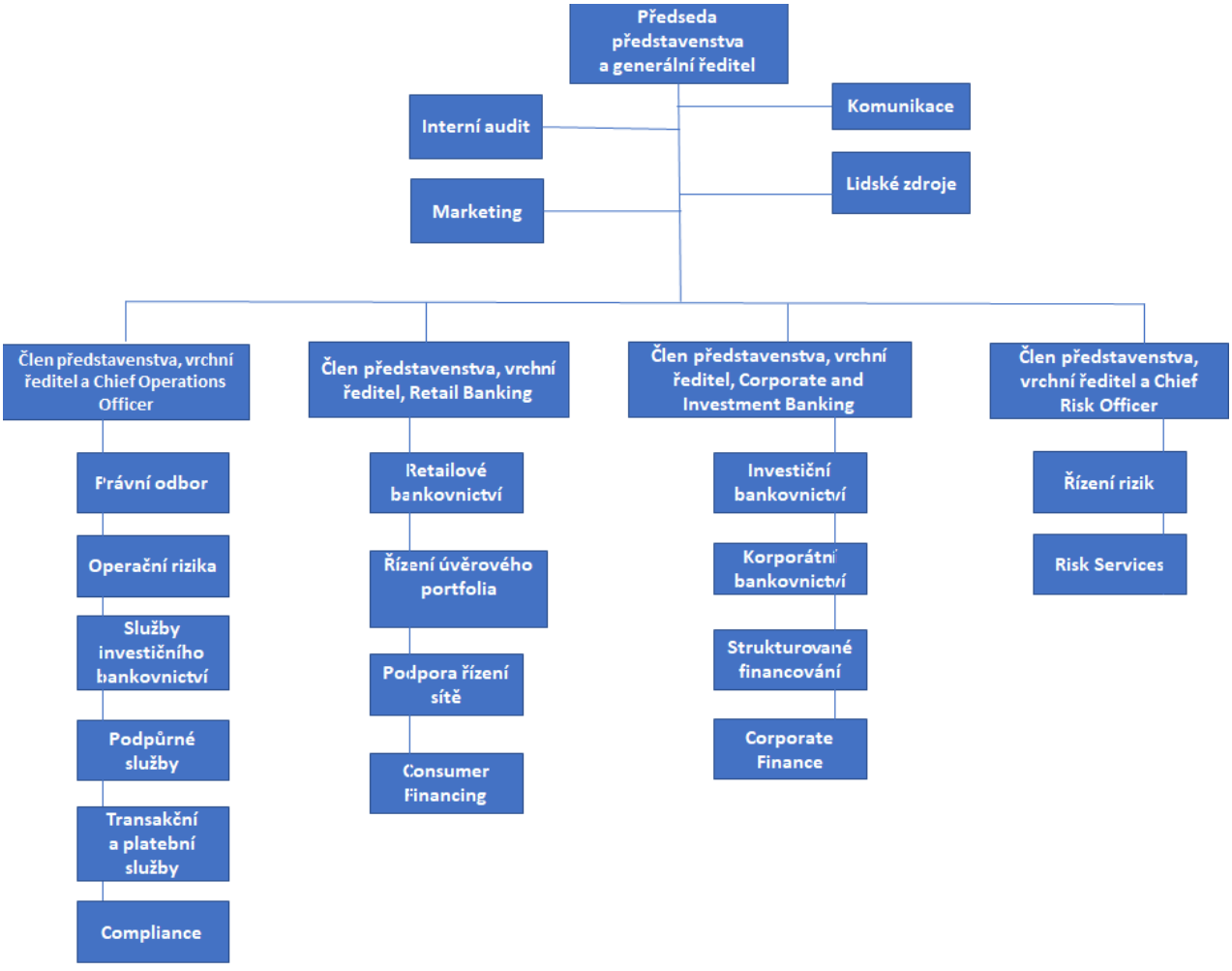
v Kč.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Po přepočtu	34	54	32	46	46	62	62	40	47	51
Před přepočtem	170	270	160	230	230	310	310	40	47	51

Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

4.3.1.1 Organizační struktura

Vrcholem organizační struktury je představenstvo, které tvoří statutární orgán společnosti. Pod představenstvo patří specializovaná oddělení, která se soustředí na své specifické oblasti, ve kterých jsou odborníky. Celou organizační strukturu představuje obrázek č. 3.

Obrázek 3: Organizační struktura



Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

4.3.1.2 SWOT analýza

SWOT analýza je jedním ze základních typů strategické analýzy, která zkoumá jak interní, tak externí faktory ovlivňující danou společnost. Název SWOT vychází z počátečních písmen anglických názvů.

S = Strengths = silné stránky firmy

W = Weaknesses = slabé stránky firmy

O = Opportunities = příležitosti

T = Threats = hrozby

Mnou vytvořená SWOT analýza Společnosti X je zobrazena v následující tabulce č. 23.

Tabulka 23: SWOT analýza

	Pozitivní	Negativní
Interní	**Silné stránky** • Široká nabídka služeb • Silné tržní postavení • Stabilní dividendy • Počet klientů • Kvalifikovaní zaměstnanci	**Slabé stránky** • Propagace • Velká regulace bankovního sektoru • 90 % aktivit je pouze v České republice
Externí	**Příležitosti** • Pokles inflace • Pokles nezaměstnanosti • Více investic • Růst bankovního sektoru • Internetové služby	**Hrozby** • Zhoršení makroekonomického prostředí České republiky • Daňové zákony • Finanční krize

Zdroj: Vlastní vypracování

4.3.1.3 Kreditní rating

Kreditní rating je podle Čížka (2012, str.95) v dnešní době naprosto nepostradatelnou věcí. Rating pro investory představuje ukazatel, který zkoumá a především hodnotí důvěryhodnost zemí nebo společností. Kreditní rating vyjadřuje právě schopnost zemí či společností dostát včas svým závazkům. Hodnocení vzniká v ratingových agenturách, které jsou samozřejmě nezávislé. Ke třem nejznámějším společnostem patří Standard & Poor's, Moody's a také Fitch.

Internetové stránky ČNB (2019f) vychází z hodnocení těchto společností, podle posledního posudku patří Česká republika mezi země s velmi nízkým kreditním rizikem. Z toho vyplývá, že je Česká republika považována za spolehlivého a důvěryhodného dlužníka.

Tabulka 24: Ratingový stupeň pro ČR

	Fitch	S&P	Moody´s
Česká republika	AA-	AA-	Aa3
Popis rating. stupně	Velmi nízké kreditní riziko		

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB 2019f

Společnost X je na tom o jeden stupeň hodnocení hůře, neboť firmy nemohou mít vyšší rating než země, ve které působí. Proto má moje banka narozdíl od kreditního ratingu České republiky "jen" nízké kreditní riziko. Pro tuto firmu se jedná o velmi solidní výsledek, dokonce o jeden z nejlepších ve své historii. To znamená, že i české bankovnictví je důvěryhodným zdrojem.

Tabulka 25: Ratingový stupeň pro Společnost X

	Fitch	S&P	Moody´s
Společnost X	A	A	A1
Popis rating. stupně	Nízké kreditní riziko		

Zdroj: Vlastní vypracování dle výroční zprávy Společnosti X

4.3.2 Finanční analýza

Finanční analýza je velmi důležitým faktorem při sestavování fundamentální analýzy a finančního plánu. Ve své práci provádím vertikální analýzu rozvahy a VZZ a poté analýzu vybraných poměrových ukazatelů, mezi které patří ukazatele rentability, likvidity, produktivity a nákladovosti a v neposlední řade kapitálové přiměřenosti Společnosti X.

- **Vertikální analýza**

Při sestavování **vertikální analýzy rozvahy** Společnosti X jsem vycházela z nekonsolidované rozvahy. Celou tabulku naleznete v příloze X.

Tabulka 26: Vertikální analýza aktiv (v tis. Kč)

ROZVAHA	Vertikální analýza									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	28,5%	26,8%	19,2%	18,8%	15,1%	11,8%	11,8%	9,5%	6,9%	6,2%
Dlouhodobý finanční majetek	28,3%	26,5%	19,1%	18,7%	15,1%	11,7%	11,7%	9,4%	6,8%	6,1%
Oběžná aktiva	71,5%	73,2%	80,7%	81,2%	84,9%	88,2%	88,2%	90,5%	93,1%	93,8%
Pohledávky	71,4%	73,2%	80,7%	81,1%	85,2%	88,2%	88,2%	90,5%	93,1%	93,6%
Dlouhodobé pohledávky	0,2%	0,2%	8,2%	0,1%	1,7%	2,4%	4,3%	6,5%	5,3%	5,8%
Krátkodobé pohledávky	71,3%	72,9%	72,6%	81,1%	83,5%	85,8%	83,9%	84,0%	87,8%	87,8%

Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

Z vertikální analýzy můžeme vyčíst, že největší část dlouhodobého majetku tvoří dlouhodobý finanční majetek (což je u banky předvídatelné), který ale v čase razantně klesá. Je to dáno dominancí krátkodobých pohledávek, které naopak od roku 2009 rostou a tvoří skoro celou část oběžných aktiv. Ve všech sledovaných obdobích rostou i dlouhodobé pohledávky, ovšem v poměru ke krátkodobým jsou málo významné.

V následující tabulce vidíme **vertikální analýzu pasiv**, ze které jsem opět vybrala jen ty nejdůležitější ukazatele.

Tabulka 27: Vertikální analýza pasiv (v tis. Kč)

	Vertikální analýza									
ROZVAHA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	29,2%	27,6%	20,8%	20,5%	17,2%	13,1%	13,5%	11,5%	10,9%	9,9%
Základní kapitál	23,0%	21,7%	16,6%	15,3%	12,5%	9,7%	9,8%	8,5%	8,0%	7,3%
Výsledek hospodaření minulých let	2,3%	2,6%	2,1%	2,8%	2,4%	1,9%	1,9%	1,7%	1,9%	1,7%
Výsledek hospodaření bež. úč. obd.	0,5%	0,2%	1,0%	0,2%	0,7%	0,2%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%
Cizí zdroje	70,8%	72,4%	79,2%	79,5%	82,7%	86,6%	86,1%	88,2%	88,9%	89,8%
Závazky	70,8%	72,4%	79,1%	79,4%	82,6%	86,5%	86,0%	88,1%	88,8%	89,7%
Dlouhodobé závazky	0,0%	0,0%	8,0%	3,7%	1,6%	1,9%	3,4%	3,7%	3,4%	2,7%
Krátkodobé závazky	70,8%	72,4%	71,1%	75,7%	81,0%	84,7%	82,6%	84,4%	85,4%	87,0%

Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

Celková pasiva firmy se musí rovnat celkovým aktivům, což v mém případě platí. Za zmínku stojí jejich obrovský nárůst v čase. Od roku 2009 se tyto položky zvětšily o neuvěřitelných 11 158 642 tis. Kč.

Základní kapitál, přestože je absolutně stálý, tak v rámci analýzy jeho podíl klesá. To je dáno tím, že značně roste velikost celkových pasiv, a proto se poměr mezi těmito dvěma ukazateli zmenšuje.

Zvýšení podílu cizích zdrojů je zapříčiněno především nárůstem krátkodobých závazků, které jsou v celé tabulce dominantní. Na tom mají největší podíl závazky z obchodních vztahů společně se závazky k úvěrovým institucím.

Vertikální analýzu jsem provedla také u **výkazu zisku a ztráty**. Jelikož je Společnost X bankou, tak nemá žádné tržby za prodej zboží, a proto jsem zde počítala s podílem jednotlivých položek VZZ pouze k tržbám z prodeje výrobků a služeb.

Tabulka 28: Vertikální analýza VZZ (v tis. Kč)

VZZ	Vertikální analýza									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby z prodeje výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Výkonová spotřeba	57,41%	52,69%	48,31%	50,40%	34,59%	28,86%	27,64%	30,36%	30,80%	28,44%
Osobní náklady	50,45%	56,22%	42,17%	47,03%	40,36%	30,98%	35,71%	39,81%	40,73%	40,60%
Provozní výsledek hospodaření	-81,54%	-99,47%	-9,95%	-11,49%	5,89%	-32,89%	3,40%	-8,44%	-5,86%	55,81%
Finanční výsledek hospodaření	117,00%	108,75%	106,98%	46,94%	71,27%	58,15%	70,21%	90,58%	94,97%	58,84%
VH před zdaněním	35,47%	9,28%	97,03%	35,45%	77,16%	25,26%	73,60%	82,15%	89,11%	114,66%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-4,15%	-4,54%	9,83%	15,40%	11,13%	3,69%	8,79%	11,84%	12,63%	21,55%
VH po zdanění	39,62%	13,82%	87,21%	20,05%	66,03%	21,57%	64,82%	70,30%	76,48%	93,11%

Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

Výkonové spotřebě klesá procentuální podíl, to znamená, že firma dokázala tyto náklady snížit. Například ale osobní náklady také procentuálně klesají, ale v absolutní hodnotě jsou tyto náklady vyšší. Vše je tedy velmi ovlivněno velikostí tržeb.

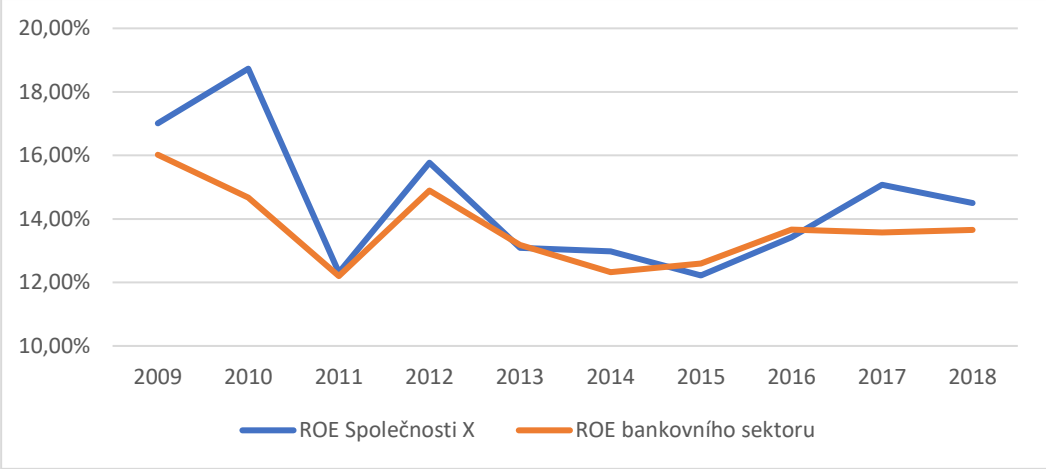
Zajímavou položku tvoří provozní výsledek hospodaření, který měl roku 2010 skoro stoprocentní mínusovou hodnotu, načež v posledním sledovaném období měl kladnou hodnotu necelých 56 %. Zásadní roli v tomto pohybu hraje nárůst celkových tržeb a také odpisy. Opačný trend má finanční výsledek hospodaření, který poměrově v čase klesl o polovinu, nicméně jeho absolutní hodnota je stálá.

- **Ukazatele rentability**

Od vertikální analýzy se nyní přesunu k analýze poměrové. První část této analýzy tvoří ukazatele rentability neboli výnosnosti kapitálu. Ta u bank reprezentuje schopnost dosažení zisku prostřednictvím vložených zdrojů. Pro interpretaci tohoto ukazatele jsem zvolila ukazatele ROE a ROA, které jsou nejčastěji používané. Výsledné hodnoty nabízí následující grafy. Jako první si představíme výsledné hodnoty ukazatele ROE, díky kterému jsou akcionáři schopni porovnat, jak moc efektivní bylo zhodnocení jimi vloženého kapitálu. Z toho důvodu chtějí mít výslednou hodnotu co možná nejvyšší.

ROE Společnosti X má v průběhu let kolísavý trend. Nejvyšší hodnota byla v roce 2010, a to díky vysoké hodnotě čistého zisku, která v dalším roce razantně poklesla. Od roku 2014 velikost čistého zisku i ROE mírně roste. Přesto se hodnoty ROE pohybují pod 13 %.

Graf 4: ROE Společnosti X a bankovního sektoru

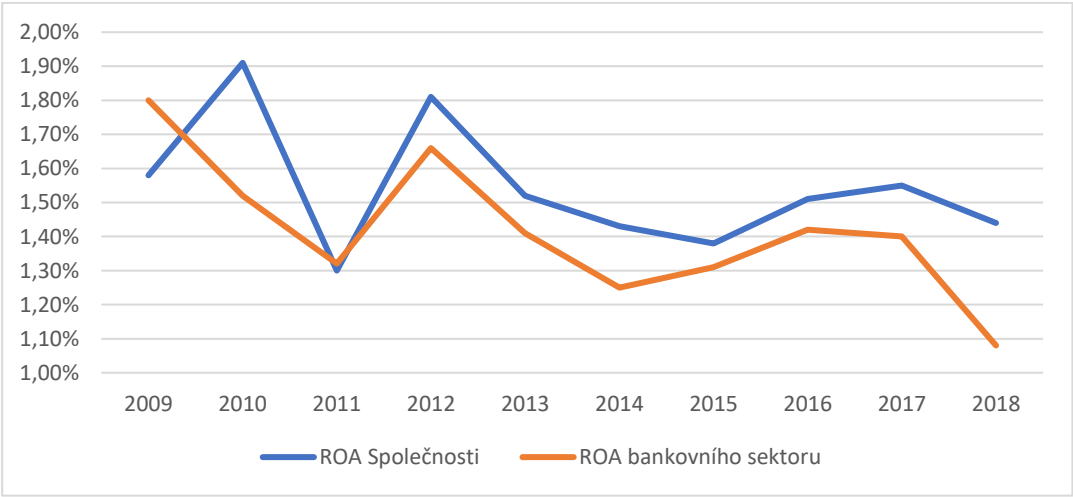


Zdroj: Vlastní výpočty dle Výročních zpráv Společnosti X

ROE bankovního sektoru jsem dala do grafu záměrně proto, aby bylo vidět, jak si Společnost X vede v porovnání s celým sektorem. Pouze v letech 2013, 2015 a 2016 na tom byla Společnost X hůře, než bankovní sektor. Ovšem v případě zprůměrování všech dat, které máme k dispozici, nám výsledné hodnoty hrají v celkový prospěch Společnosti X, která dokázala převýšit bankovní sektor. Celkově má tato banka velmi dobré ROE výsledky. V grafu si lze lépe všimnout největších rozdílů mezi oběma hodnotami ROE, něž by ukázala tabulka. Největší výkyv je vidět v roce 2010 a 2017.

Druhým zkoumaným ukazatelem je rentabilita aktiv. Ta vyjadřuje efektivnost využití bankovních aktiv k vytvoření finančního zisku. I když jsme si v teoretické části uvedli rozdělení návratnosti aktiv podle autora Hrdého (2005, str. 53), tak z nich nevyčteme nejlepší hodnotu pro oblast bankovnictví. Nicméně dle údajů z historie lze obecně říci, že by se hodnota ROA v bankovním sektoru měla pohybovat nad hranicí 1 %.

Graf 5: ROA Společnosti X a bankovního sektoru



Zdroj: Vlastní výpočty dle Výročních zpráv Společnosti X a FRED

Ukazatel ROA Společnosti X se ve všech sledovaných letech pohybuje nad jedním procentem, což je dobrý předpoklad. Opět nejvyšší, v tomto případě vynikající hodnoty vykazuje rok 2010. Velmi dobrá výnosnost aktiv je ale i ve všech ostatních sledovaných letech.

Rozpětí grafu jsem záměrně dala na pouhé 1 %, tak aby byly rozdíly výraznější. Jak lze vidět, od roku 2011 ukazatele opisují velmi podobnou křivku růstu a pádu, přičemž ROA Společnosti X je na tom vždy o něco lépe. Obecně z výsledů ROA vyplývá skutečnost, že celý bankovní sektor (naší firmou nevyjímaje) je na opravdu velmi slušné úrovni.

Závěrem lze shrnout fakt, že u obou ukazatelů rentability mi vyšly dobré až velmi dobré výsledky. Důsledkem takto vysokých čísel řadíme moji společnost mezi společnosti s velmi dobrou rentabilitou.

- **Ukazatele likvidity**

Další bod finanční analýzy zkoumá ukazatele likvidity. Ty měří schopnost banky dostát všech svých závazků. Bankovní sektor je jedním z nejvíce kontrolovaných sektorů a proto je řízení likvidity bank složitým procesem. Každá banka má svůj vlastní systém, pomocí kterého si řídí limity pro běžné, ale i krizové podmínky. Nad nimi je ještě regulace ČNB a Baselu III, která bankám určuje další podmínky.

Mezi klasické ukazatele likvidity patří běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Vzhledem k tomu, že Společnost x nevykazuje ve své výroční zprávě všechny potřebné údaje k vypočítání pohotové a okamžité likvidity, tak počítám pouze likviditu běžnou. Běžnou likviditu jsem vypočítala poměrem oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Navíc jsem spočítala poměr vkladů a úvěrů klientů.

Tabulka 29: Ukazatele likvidity

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	1,01	1,01	1,14	1,07	1,05	1,04	1,07	1,07	1,09	1,08
Poměr vkladů a úvěrů klientů	70,4%	75,9%	79,3%	81,5%	72,9%	70,5%	81,2%	83,0%	77,9%	76,9%

Zdroj: Vlastní výpočty dle Výročních zpráv Společnosti X

Běžná likvidita má velmi malý rozsah ve srovnání s běžnými doporučeními, neboť se pohybuje pouze v rozmezí 1,01 až 1,09. Od roku 2014 vidíme u běžné likvidity mírně rostoucí tendenci, ovšem i tak jsou tato čísla v oblasti bankovního sektoru v pořádku, a proto nemá cenu se jimi dále zabývat. Jako už bylo řečeno, bankovní sektor má svá specifika, dohled nad jejich likviditou má ČNB.

Poměr vkladů a úvěrů klientů se nachází v rozmezí od 70,4 % do 81,5 %. Oba tyto ukazatele od roku 2009 razantně vzrostly, konkrétně o 303 220 tis. Kč u úvěru klientů a o 355 693 tis. Kč u vkladů. Právě o vkladech klientů můžeme bezpochyby říct, že tvoří podstatnou část celkových pasiv.

Ještě než přejdeme k další podkapitole finanční analýzy, tak se zastavím u výplatního poměru, který při dalších výpočtech (nejen finančních, ale i při určování vnitřních hodnot) hraje významnou roli. Jeho výpočet je dán poměrem mezi velikostí dividendy a čistým ziskem připadajícím na jednu akcii.

Tabulka 30: Výplatní poměr

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zisk na akcii (v Kč)	58	70	49	73	66	68	67	72	79	78
Dividenda (v Kč)	34	54	32	46	46	62	62	40	47	51
Výplatní poměr	59%	77%	64%	62%	69%	90%	92%	55%	59%	65%

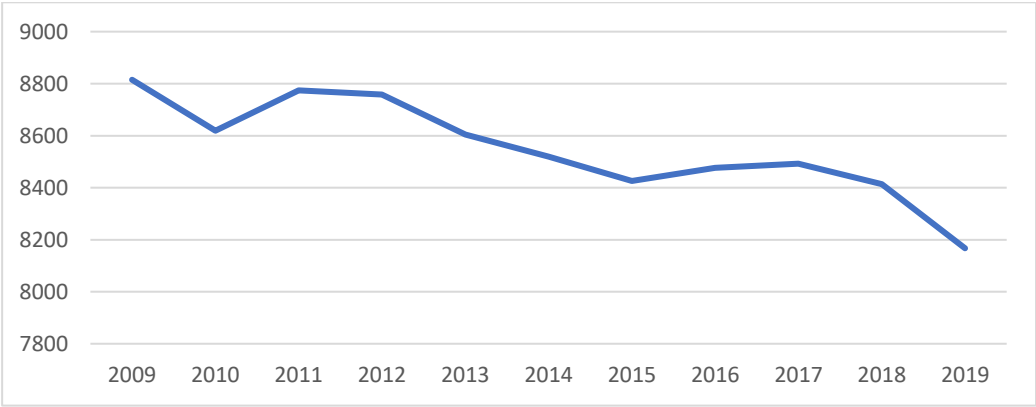
Zdroj: Vlastní vypracování

V roce 2015 byla velikost výplatního poměru nejvyšší, z čeho těžili hlavně akcionáři, protože 92,4 % ze zisku bylo vyplácena jako dividenda. Následující rok tato hodnota skokově klesla skoro až o 40 procentních bodů. Důvodem byla přehnaná reakce na revizi ohledně vyplácení dividend ČNB. Od tohoto roku se banka snaží vrátit ke svému předešlému průměru, který byl nad 60 %. Predikce do dalších let dle analýzy konkurenční banky (2020) pak konstatuje, že velikost výplatního poměru by měla být stejná jako je poslední uvedená hodnota v tabulce, tzn. okolo 65 %. V nejbližších letech se tedy nedá očekávat, že by výplatní poměr dosáhnul těch nejvyšších hodnot.

- **Ukazatele produktivity a nákladovosti**

Dalšími zkoumanými faktory jsou ukazatele produktivity a nákladovosti. Ty pracují hlavně s průměrným přepočtem počtu zaměstnanců, který zjistíme z výročních zpráv Společnosti X. Tyto hodnoty jsou pro každý rok jiné, avšak v součtu počet zaměstnanců klesá. V roce 2009 byl ukazatel na hodnotě 8 815 a nyní je pouze na 8 167. I tak společnost vykazuje stabilní počet zaměstnanců vzhledem k sledovanému období.

Graf 6: Průměrný přepočtený počet zaměstnanců Společnosti X



Zdroj: Vlastní výpočty dle Výročních zpráv Společnosti X

Mezi ukazatele, které budu počítat, patří celková produktivita a produktivita aktiv. Celková produktivita reprezentuje hodnotu čistého zisku připadající na jednoho zaměstnance Společnosti X.

Tabulka 31: Ukazatele produktivity (v mil. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Celková produktivita	3,21	1,10	7,94	1,94	7,33	3,13	9,05	9,22	10,19	13,68
Produktivita aktiv	58,5	63,4	81,5	88,5	109,9	143,4	142,7	164,9	173,3	193,9

Zdroj: Vlastní výpočty dle Výročních zpráv Společnosti X

Celková produktivita za posledních 6 let sledovaného období (kromě roku 2014) vykazuje růstový trend, který je zapříčiněn zvýšením čistého zisku v kombinaci se snížením přepočítaného počtu zaměstnanců.

Jednoznačný růstový trend (vyjma roku 2015) vykazuje i ukazatel produktivity aktiv. Nejvyšší produktivita aktiv na jednoho zaměstnance je vypočítána v posledním roce sledovaného období.

Posledním zkoumaným ukazatelem této podkapitoly je celková nákladovost. Ta představuje náklady připadající na jednoho zaměstnance.

Tabulka 32: Celková nákladovost (v mil. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Celková nákladovost	3,4	2,6	2,9	2,9	4,1	3,6	5,5	2,3	4,0	3,6

Zdroj: Vlastní výpočty dle Výročních zpráv Společnosti X

Z tabulky lze vidět, že největší náklady na jednoho zaměstnance vykazuje rok 2015, následován lety 2013 a 2017. V těchto případech přesahovaly náklady hodnotu 4 milionů korun. Naopak nejlepším rokem, co se nákladovosti týče byl rok 2016, kde se hodnota držela na 2,3 milionech Kč.

- **Kapitálová přiměřenost**

Posledním tématem finanční analýzy Společnosti X jsou ukazatele kapitálové přiměřenosti. Hranice minimální kapitálové přiměřenosti pro české banky je stanovena na 8 procentech. Speciální případ pro Společnost X vydala ČNB, a to v podobě sazby kapitálových rezerv ke krytí systémového rizika. ČNB zvýšila v roce 2017 Společnosti X tuto sazbu na rovná 3 procenta. Účelem těchto rezerv je potlačení systémového rizika, které plyne z potenciální destabilizace bank. Tato sazba je už promítnuta ve výpočtech kapitálové přiměřenosti, konktrétně je o tuto skutečnost navýšena.

Tabulka 33: Kapitálová přiměřenost

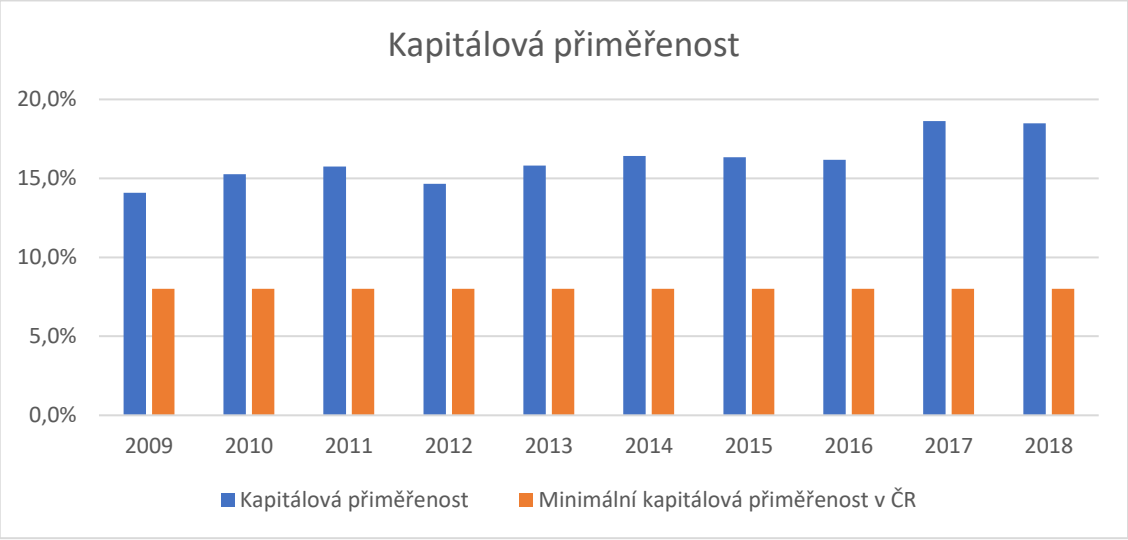
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kapitálová přiměřenost	14,1%	15,3%	15,8%	14,7%	15,8%	16,4%	16,3%	16,2%	18,6%	18,5%
Minimální kapitálová přiměřenost v ČR	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Splněno	**Ano**	**Ano**	**Ano**	**Ano**	**Ano**	**Ano**	**Ano**	**Ano**	**Ano**	**Ano**

Zdroj: Vlastní výpočty dle Výročních zpráv Společnosti X a ČNB

Jak lze vidět z tabulky č. 33, Basel III, který byl přijat jako přísnější verze v roce 2014, nezměnil nárůst kapitálové přiměřenosti. Roky 2015 a 2016 se držel pořád na stejné hladině, tzn. okolo 16,3 %. Jeho hodnoty se začaly zvyšovat až v roce 2017, což má ovšem za příčinu ČNB a její výše zmíněná regulace.

Od roku 2009 až po současnost Společnost X dodržela minimální kapitálovou přiměřenost pro Českou republiku. Ve většině případů byla kapitálová přiměřenost banky dokonce dvojnásobně velká. To je hezky vidět na grafu č.7. Převedením do praxe to znamená, že tato banka je schopna, a dokonce i s velkou rezervou, plnit nejpřísnější požadavky, co se kapitálové přiměřenosti týká.

Graf 7: Kapitálová přiměřenost



Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

4.3.3 Zhodnocení firemní analýzy

Na začátku firemní analýzy jsme si představili Společnost X. Začali jsme základními informacemi, organizační strukturou a SWOT analýzou. A zakončili jsme to kreditním ratingem. Díky těmto informacím jsme zjistili, že mnou vybraná banka je na velmi dobré úrovni, co se zaměstnanců i zisků týká. Jedná se o stabilní firmu se třicetiletou historií působení na našem trhu, která patří do k největším českým bankám. Přidanou hodnotou jsou pro firmu nejnovější výsledky kreditního ratingu, který vypracovávají společnosti Standard & Poor's, Moody's a Fitch. Z tohoto hlediska je na tom firma velmi dobře, dosahuje výborného hodnocení, a proto je pro akcionáře atraktivní.

Druhá část firemní analýzy spočívala ve finanční analýze. Jak už bylo mnohokrát řečeno, zaměřila jsem se v ní pouze na ukazatele rentability a vertikální analýzu účetních výkazů, neboť je považuji za nejpraktičtější pro mé konkrétní zpracovávané téma.

Na základě analýzy ROE a ROA můžeme označit Společnost X za nadprůměrnou, neboť oba tyto ukazatele jsou v konečném hodnocení na lepší úrovni, než-li má celý bankovní sektor České republiky. U ukazatele likvidity máme v posledních letech klesající tendenci, ovšem likviditu bank řídí ČNB, takže všechny hodnoty jsou nadále kontrolovány a jsou považovány za stabilní. Výplatní poměr prošel největším pádem v roce 2016 a od té chvíle roste směrem nahoru, což je pro akcionáře dobrá vidina do budoucna. Produktivita připadající na jednoho zaměstnance v posledním roce dosahuje hodnoty necelých 14 miliónů, což je skutečně velká suma. Produktivita aktiv během sledovaného období skokově rostla, na konci sledovaného období byla skoro čtyřnásobně větší než na začátku. Z pohledu nákladovosti je na tom Společnost X velmi solidně, neboť výše zisku na jednoho zaměstnance je ve všech případech vyšší než hodnota nákladu na jednoho zaměstnance. Minimální kapitálovou přiměřenost dodržela banka ve všech sledovaných letech. Výše kapitálové přiměřenosti je na výborné úrovni, a to i z toho důvodu, že má dostatečně velkou rezervu.

5 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Ještě předtím, než si stanovíme vnitřní hodnotu akcie, si sestavíme strategický finanční plán. Ten je stěžejní k určení mého cíle diplomové práce.

Důraz budu klást na předpokládanou strukturu aktiv a pasiv, prognózu bilanční sumy, čistého zisku a ukazatelů rentability. Dále zde budu řešit predikci vývoje zisku připadajícího na 1 akcii, vývoje dividend a také výplatního poměru. Při sestavování finančního plánu budu vycházet z hodnot, které byly zjištěny ve finanční analýze. Zde budu postupovat podle Mařík (2011, s. 53), který říká, že čtyři roky představují dostatečně dlouhou časovou predikci.

Finanční plán začnu sestavením předpokládané struktury aktiv a pasiv na roky 2019, 2020, 2021 a 2022. Vzhledem k tomu, že moje banka vykazuje víceméně ve všech zásadních aspektech růstový trend, zůstala jsem v tomto trendu při prognózování i nadále. V roce 2019 jsem si stanovila míru růstu 8%. V dalších letech budu výsledné hodnoty navyšovat o 7 %, 6 % a v roce 2022 o 5 %, kdy tempo růstu bude postupně klesat.

Budu se držet stejné struktury, jako tomu bylo u finanční analýzy v předchozí kapitole. To znamená, že jako první provedu vertikální analýzu aktiv. Opět jsem si pro zjednodušení vybrala pouze část aktiv. Kompletní tabulka je v Příloze 3.

Tabulka 34: Prognóza aktiv

ROZVAHA (v tis. Kč)	PREDIKCE			
	2019E	2020E	2021E	2022E
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	5,71%	5,26%	4,84%	4,44%
Dlouhodobý finanční majetek	5,64%	5,19%	4,77%	4,38%
Oběžná aktiva	94,28%	94,73%	95,16%	95,55%
Pohledávky	94,09%	94,54%	94,97%	95,36%
Dlouhodobé pohledávky	5,87%	5,89%	5,92%	5,95%
Krátkodobé pohledávky	88,22%	88,65%	89,05%	89,42%

Zdroj: Vlastní vypracování

Největší část aktiv tvoří opět krátkodobé pohledávky, kterým jsem nechala mírný růstový trend. To znamená, že i do budoucnosti banka počítá s tím, že největší příjmovou položkou pro ni budou krátkodobé půjčky jejích klientů. Dlouhodobé pohledávky budou v čase taktéž růst, růst bude i jejich podíl k celkovým aktivům, ale pořád budou tvořit jen velmi malé procento celkových pohledávek. U dlouhodobého finančního majetku počítám s poklesem, a to vzhledem k tomu, že je tvořen pouze cennými papíry a podíly, jejichž objem nechce banka do dalších let navyšovat.

Tabulka 35: Prognóza pasiv

ROZVAHA (v tis. Kč)	PREDIKCE			
	2019E	2020E	2021E	2022E
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	9,89%	9,75%	9,52%	9,23%
Základní kapitál	7,22%	7,12%	6,96%	6,75%
Výsledek hospodaření minulých let	1,67%	1,64%	1,61%	1,56%
Výsledek hospodaření bež. úč. obd.	0,70%	0,69%	0,68%	0,66%
Cizí zdroje	90,00%	90,17%	90,31%	90,43%
Závazky	89,93%	90,09%	90,23%	90,36%
Dlouhodobé závazky	2,74%	2,75%	2,75%	2,76%
Krátkodobé závazky	87,18%	87,34%	87,48%	87,60%

Zdroj: Vlastní vypracování

Cizí zdroje si drží konstantní velikost v poměru k celkovým pasivům, jejichž hodnota se pohybuje okolo 90 % ve všech těchto obdobích. Skoro stoprocentní zásluhu na tom mají závazky, konkrétně pak závazky krátkodobé. Ty jsou převážně tvořeny závazky k úvěrovým institucím a závazky společnosti vznikající z odkoupených pohledávek. Ty probíhají v rámci poskytování faktoringových služeb. U těchto položek bylo těžké nějakým způsobem určit jejich vývoj do budoucna, a proto jsem se držela hodnot, které si banka drží již několik let.

Po prognóze rozvahy přichází na řadu prognóza výkazu zisku a ztráty. Její kompletní znění je opět k dispozici v Příloze 4.

Tabulka 36: Prognóza VZZ

VZZ	PREDIKCE			
(v tis. Kč)	2019E	2020E	2021E	2022E
Tržby z prodeje výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Výkonová spotřeba	28,11%	26,51%	26,37%	26,05%
Osobní náklady	31,52%	36,60%	35,65%	35,60%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-27,87%	-1,65%	-32,88%	-21,17%
Ostatní provozní výnosy	220,58%	192,55%	193,01%	194,86%
Ostatní provozní náklady	230,90%	192,59%	183,98%	182,53%
Provozní výsledek hospodaření	57,92%	38,49%	79,89%	71,84%
Finanční výsledek hospodaření	40,72%	65,00%	18,74%	28,50%
VH před zdaněním	98,64%	103,49%	98,63%	100,34%
Daň z příjmů za běžnou činnost	7,31%	9,10%	6,33%	6,33%
VH po zdanění	91,33%	94,39%	92,30%	94,01%

Zdroj: Vlastní vypracování

Vývoj VZZ velmi souvisí s vývojem rozvahy. Správně by se jako první měl sestavovat plán výsledovky do dalších let, nicméně u finančních institucí bude záviset VZZ na rozvaze.

Svoji analýzu začnu u osobních nákladů, u nichž předpokládám v příštím roce navýšení mezd. Od roku 2020 ale čekám snížení počtu zaměstnanců, neboť právě průměrný počet zaměstnanců z historického hlediska klesal. To se v roce 2021 promítne do snížení celkových osobních nákladů oproti roku 2020.

Banka bude chtít pokračovat ve snižování svých nákladů, což se mi jeví jako až příliš optimistický předpoklad, který jsem ale ve svých predikcích částečně zohlednila. Náklady budou sníženy především v oblasti ostatních provozních nákladů.

Nyní se zaměřím na předpověď čistého zisku.

Tabulka 37: Prognóza EAT

v tis. Kč	2019E	2020E	2021E	2022E
EAT	124 781	134 127	143 073	151 557

Zdroj: Vlastní vypracování

Čistý zisk je hlavní veličinou, která by firmu měla zajímat. Z předchozích poznatků víme, že je na tom banka velmi dobře a v průběhu předchozích období má hodnota zisku vždy rostoucí tendenci. Pro mě to znamenalo skutečnost, že při plánování tohoto finančního ukazatele jsem brala v potaz pouze růstovou křivku. Předpokládám, že v následujícím roce bude banka prosperovat a její čistý zisk se zvýší o 8 %. Takovýto velký nárůst prognózuji z toho důvodu, že se

bude zvyšovat poptávka po úvěrech. Ta bude zapříčiněna velkým zájmem o hypotéky a růstem úrokových sazeb.

Tabulka 38: Prognóza ROE

	2019E	2020E	2021E	2022E
ROE bankovního sektoru	14,50%	15,00%	15,80%	15,80%

Zdroj: Vlastní vypracování dle ČNB 2019g

Vzhledem ke skutečnosti, že v oblasti ROE a ROA vykazuje Společnost X velmi solidní výsledky, tak odhaduji, že v tomto trendu budou pokračovat a budou neustále lehce nad hodnotami celého bankovního sektoru. Predikce pro bankovní sektor je dána na základě prognózy ČNB (2019g) a vzhledem k tomu, že je pozitivní, nepředpokládám, že by mělo dojít k nějaké razantní změně ani u velikosti ROE Společnosti X.

Tabulka 39: Prognóza zisku na akcii, dividend a výplatního poměru

	2019E	2020E	2021E	2022E
Zisk na akcii (v Kč)	87	93	100	105
Dividenda (v Kč)	54	56	59	62
Výplatní poměr	61,57%	60,25%	59,29%	58,77%

Zdroj: Vlastní vypracování

Zisk na akcii vychází z predikce EATu společně s počtem vydaných akcií. Výše dividend má poté rostoucí trend, tak jak tomu chtěl management Společnosti X. Z těchto dvou veličin jsem pak vypočítala výplatní poměr, který by chtěla banka taktéž zvyšovat. To ocení především investoři, neboť pro ně je nejlepší, aby výsledná hodnota výplatního poměru byla co nejvyšší. Ovšem realita je dle mých výpočtů jiná. Vzhledem k tomu, že zisk na akcii roste rychleji než dividenda, tak se jejich poměr zmenšuje už jen mírně.

Tabulka 40: Prognóza bilanční sumy v tis. Kč

	2019E	2020E	2021E	2022E
Bilanční suma	17 769 924	19 377 579	21 154 238	23 111 765

Zdroj: Vlastní vypracování

Tabulka předpovědi bilanční sumy vychází z prognózy aktiv a pasiv, které najdeme v Přílohách č. 4. a 5.

Další důležitou položkou pro výpočty vnitřních hodnot bude kapitálová přiměřenost, stejně jako úvěry a pohledávky za klienty. Nejprve začnu tou jednodušší položkou, kterou jsou úvěry a pohledávky. Tyto hodnoty jsem vzala z výročních zpráv Společnosti X. Jejich vývoj byl a i nadále bude rostoucí. To se dá říci i o druhé položce, kterou je kapitálová přiměřenost. Jak víme tato veličina je velmi striktně omezována ČNB a Baselem III. Z důvodu toho, že je už nová verze Basel IV ve zkušebním provozu, tak si myslím, že její převedení do praxe bude co nejdříve. Basel IV bude mít ještě přísnější normy, než jeho stávající předchůdce. Což by samo o sobě mělo přispět k růstu kapitálové přiměřenosti Společnosti X. Proto s tímto předpokladem počítám i v prognóze. Do roku 2020 si drží trend růstu o

0,2 procenta, zároveň ale v roce 2021 (kdy předpokládám, že nejpozději dojde k realizaci Baselu IV) vzroste o necelý jeden procentní bod.

Tabulka 41: Kapitálová přiměřenost, úvěry a pohledávky za klienty

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kapitálová přiměřenost	14,1%	15,3%	15,8%	14,7%	15,8%	16,4%	16,3%	16,2%	18,6%	18,5%
Úvěry a pohledávky za klienty (v tis. Kč)	321 734	334 833	372 688	396 189	423 295	449 181	484 474	527 143	531 026	527 143

Zdroj: Vlastní vypracování a dle výročních zpráv Společnosti X

Tabulka 42: Prognóza kapitálové přiměřenosti, prognóza úvěrů a pohledávek za klienty

	2019E	2020E	2021E	2022E
Kapitálová přiměřenost	18,7%	19,0%	19,9%	20,0%
Úvěry a pohledávky za klienty (v tis. Kč)	542 810	559 094	575 867	593 143

Zdroj: Vlastní vypracování

5.1 Shrnutí finančního plánu

Finanční plán jako takový nám má pomoci k výhledu do budoucnosti. Já jsem si vybrala sestavení časového plánu na kratší časový úsek, kterým jsou čtyři roky. Obecně řečeno, predikovat vývoj jakékoliv položky je velmi obtížné, pokud se jedná o banku. To z toho důvodu, že se banka nechová jako typická firma, ale jako finanční instituce.

Finančnímu plánu musí vždy předcházet samotná finanční analýza, která tvoří jádro finančního plánování. Základní položky tvoří účetní výkazy a ukazatele rentability. Oba tyto dva základní výkazy mohu souhrnně definovat jako rostoucí. To mi v mé prognóze velmi pomohlo, neboť u aktiv a pasiv je tento růst opravdu ukázkově rostoucí. U výsledovky tento trend převažoval, ale nebylo tomu tak v minulosti vždy.

Důležitým východiskem pro predikování byla strategická analýza, kterou v mém případě představovala především globální analýza a SWOT analýza. Díky nim jsem si mohla udělat obrázek o tom, jakým směrem by se měla Společnost X nadále vyvíjet. Jak jsem již naznačila, rostoucí tempo růstu hrálo taktéž velkou roli. Neměla jsem pochyb o tom, že bych v takto nastaveném trendu neměla nadále pokračovat. Banka si svoje postavení v české ekonomice udržuje již několik let a patří ke stálicím českého bankovnictví. Pokud se v blízké budoucnosti nestane nějaká velká nečekaná událost, tak si myslím, že moje predikce budou reálné. I když je to v mnohých aspektech velmi optimistický pohled na financování, tak si myslím, že si ho banka opravdu může dovolit.

Mohu tedy shrnout, že účetní výkazy jako celek v globálu rostou. Pokud jsou zde položky, které v čase klesají, tak klesají buďto nevýznamně, anebo nejsou tak výrazné, aby mohly ovlivnit účetní výkazy.

U ROE, bilanční sumy a čistého zisku také prognózuji růst. Ten největší je právě u naposled zmíněného čistého zisku. Tam jsem na první rok predikovala 8 % růst, načež následující roky už mají tempo růstu menší, konkrétně se jedná o 7, 6 a 5 %.

Banka chce docílit velikosti výplatního poměru, jaký měla ve svém nejlepším roce 2015, kde lehce překonal hranici 90 %. K tomu směřuje i má úvaha o výplatním poměru, dividendách a zisku na akcii. Dle mých výpočtů by 90 % v nejbližších letech opravdu neměla dosáhnout.

Jako poslední jsem se věnovala kapitálové přiměřenosti. Ta bude stejně jako většina předchozích položek v čase růst, a to z toho důvodu, že bankovní sektor v nejbližší době čeká nová regulace v podobě Baselu IV. Reakce Společnosti X bude dle mého názoru taková, že její kapitálová přiměřenost bude nejdříve pomalu růst, skokově vzroste po přijetí Baselu IV, které předpokládám na rok 2021.

6 STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE

Nyní se konečně dostávám ke stěžejní části celé diplomové práce, a to ke konkrétním výpočtům vnitřní hodnoty akcie. Jak už bylo zmíněno v teoretické části, modelů k určení této hodnoty je mnoho. Patří mezi ně diskontní, ziskové, historické, kombinované a bilanční modely nebo cash flow.

První část se bude týkat klasických výpočtů, druhá část vyhodnocení, zda koupit, držet či prodat akcii, a nakonec vytvořím jednoduchý strategický finanční plán.

Podle internetové stránky kurzy.cz byla cena akcie k 5. 2. 2020 obchodována za 805 Kč.

6.1 Výpočty vnitřní hodnoty

Jako první odprezentuji postup výpočtů dividendových diskontních modelů, konkrétně jednostupňového Gordonova modelu. Pro jeho výpočet nelze vzít hodnoty a čistě je dosadit do vzorce, nýbrž si část hodnot musím ještě předtím spočítat.

Na začátek si musím určit míru růstu dividend neboli g. Hodnotu g mohu spočítat několika způsoby, přičemž předpokládám, že u každého mi vyjde jiný výsledek, neboť každý způsob se počítá úplně odlišně a vychází i z jiných ukazatelů.

Pro samotný výpočet jsou uvedena potřebná data v následující tabulce.

Tabulka 43: Velikost dividend a jejich míra růstu

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dividendy (v Kč)	34	54	32	46	46	62	62	40	47	51
Míra růstu dividend (v %)	0	58,82	-59,26	43,75	0	34,78	0	64,52	15,89	8,51

Zdroj: Vlastní výpočty a Výroční zprávy Společnosti X

První způsob výpočtu představuje udržovací model. Hodnotu ROE již známe z tabulky č. 38, ovšem hodnotu B neboli aktivačního poměru si musím dopočítat pomocí jednoduchého vzorce. Hodnota výplatního poměru je vyobrazena v tabulce 39.

$$B = 1 - výplatní\ poměr$$

$$B = 1 - 0{,}6212 = 0{,}38$$

$$g = ROE * B$$

$$g = 0{,}145 * 0{,}38 = 5{,}5\ \%$$

Druhý způsob je pomocí historické míry růstu dividend.

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1$$

$$g = \sqrt[9]{\frac{51}{34}} - 1 = 4{,}6\ \%$$

Posledním způsobem je historická normalizovaná míra růstu dividend.

$$g_n = \sqrt[t]{\frac{\sqrt[3]{D_b}}{\sqrt[3]{D_v}}} - 1$$

$$g_n = \sqrt[9]{\frac{\sqrt[3]{51 * 47 * 40}}{\sqrt[3]{34 * 54 * 32}}} - 1 = 2{,}058\ \%$$

Všechny výsledky jsem dala do přehledné tabulky.

Tabulka 44: Výsledné hodnoty g

Míra růstu	Model	Výsledná hodnota
g	Udržovací model	5,5 %
	Historická míra růstu	4,60 %
	Historická normalizovaná míra růstu	2,06 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Pro mé další výpočty jsem se rozhodla pracovat s historickou normalizovanou mírou růstu. To z toho důvodu, že velikost míry růstu nesmí být vyšší než možný růst ekonomiky jako celku. To znamená, že by g nemělo dosahovat hodnoty vyšší, než je 2 - 2,5 %. Pokud by tomu tak bylo, tak by všechny výsledky byly velmi zkreslené a neudávaly by reálnou vnitřní hodnotu.

Další hodnotu, kterou si musím dopočítat, je požadovaná výnosová míra. Ta je sama o sobě velmi náročná na výpočet. Při výpočtu jsem vycházela ze vzorce pro model CAPM. Hodnotu bezrizikové úrokové míry zastupuje výnosnost státních dluhopisů České republiky, kterou odhadnul management mé společnosti na tři roky dopředu. Beta faktor reprezentuje beta koeficient bankovního sektoru, jehož výše je odhadována na konstantní hodnotě 0,91. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu využiji stránek Damodaran, odkud vezmu rizikovou prémii pro Českou republiku odvozenou dle ratingu. Zprůměruji poslední tři roky, a tím si sama vytvořím prognózu na další roky, kterou si taktéž nechám konstantní. Všechny hodnoty jsou zaznamenány v tabulce.

Tabulka 45: Hodnoty r_f, Beta, r_m-r_f tvořící CAPM model

Rok	r_f	Beta	r_m-r_f	CAPM
2016	-	-	6,13 %	-
2017	-	-	5,44 %	-
2018	-	-	6,51 %	-
2019E	**2,01%**	**0,91**	-	-
2020E	**1,84%**	**0,91**	-	-
2021E	**2,60%**	**0,91**	-	-
Průměry	**2,15%**	**0,91**	**6,027 %**	7,63 %

Zdroj: Vlastní výpočty na základě dat z Damodaran

Výsledné hodnoty pro g a k jsou nadále v mé práci důležité, a proto je jejich správné určení zásadní pro další způsoby stanovení vnitřní hodnoty.

6.1.1 Gordonův model

Nyní už mám všechny potřebné údaje k tomu, abych byla schopna vypočítat vnitřní hodnotu podle Gordonova modelu, kde D_0 = 54 Kč, k = 7,63 %, g = 2,06 %.

$$VH = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

$$VH = \frac{54 * (1+0{,}0206)}{(0{,}0763-0{,}0206)} = 989{,}45 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie Společnosti X je podle Gordonova modelu 989,45 Kč. Tržní cena akcie činí k 5. 2. 2020 805 Kč. To znamená, že je akcie na trhu podhodnocená.

Tabulka 46: Shrnutí Gordonova modelu

Gordonův model > tržní cena akcie
989,45 Kč > 805Kč
podhodnocená akcie

Zdroj: Vlastní výpočty

Pro lepší představu jsem se rozhodla aplikovat citlivostní analýzu na všechny vnitřní hodnoty, co vypočítám. To z toho důvodu, aby bylo jasné, jak jsou určité výsledné hodnoty citlivé na změny parametrů. Jako první to aplikuji na Gordonův model. Zvýrazněná hodnota je mnou vypočítaná vnitřní hodnota.

Tabulka 47: Citlivostní analýza Gordonova modelu

Gordonův model			**Změna k**				
			0,0689	**0,0725**	**0,0763**	**0,0801**	**0,0841**
			-10 %	**-5 %**	**0 %**	**5 %**	**10 %**
Změna g	**0,0186**	**-10 %**	1094,19	1020,60	953,13	894,03	839,38
	0,0196	**-5 %**	1116,98	1040,48	970,51	909,35	852,92
	0,0206	**0 %**	1141,97	1062,20	**989,45**	926,03	867,63
	0,0216	**5 %**	1168,05	1084,81	1009,11	943,28	882,82
	0,0227	**10 %**	1196,69	1109,55	1030,56	962,07	899,32

Zdroj: Vlastní výpočty

Z tabulky jasně vyplývá, že je model citlivější na změnu výnosové míry. Ověřit si to můžeme výpočtem. Pokud se mi zvýší velikost k o 5 procent a velikost g zůstane neměnná, tak se mi výsledná hodnota sníží o 63,42 Kč. Na druhou stranu, pokud se mi zvýší hodnota g o 5 % a k zůstane neměnná, zvýší se mi vnitřní hodnota o necelých 20 Kč. Nejvyšší vnitřní hodnota nastane v případě poklesu veličiny k o 10 procent a nárůstu veličiny g o 10 procent.

6.1.2 P/E poměr

Od dividendových diskontních modelů přecházíme k modelům ziskovým, které reprezentují P/E poměr, P/BV poměr a P/S poměr.

U P/E poměrů rozlišujeme 3 základní typy: normální, běžný a Sharpův poměr.

Začneme u normálního P/E poměru, kde výplatní poměr p = 62,12 %. Vycházíme přitom z tabulky č. 39.

$$(P/E)_N = \frac{p}{k-g}$$

$$(P/E)_N = \frac{p}{k-g} = \frac{0{,}6212}{0{,}0763 - 0{,}0206} = 11{,}15$$

Běžný P/E poměr má hodnotu tržní ceny akcie k 5. 2. 2020 P_0 = 805 Kč a zisk zveřejněný v roce 2018 E_0 = 78,9 Kč.

$$P_0/E_0 = \frac{P_0}{E_0}$$

$$P_0/E_0 = \frac{P_0}{E_0} = \frac{805}{78{,}6} = 10{,}24$$

Jako poslední si vypočítáme Sharpův P/E poměr, u kterého už všechny veličiny známe, a proto si je jen dosadíme do vzorce.

$$Sharpův\ P/E\ poměr = \frac{p\,(1+g)}{k-g}$$

$$Sharpův\ P/E\ poměr = \frac{p\,(1+g)}{k-g} = \frac{0{,}6212 * (1+0{,}0206)}{0{,}0763 - 0{,}0206} = 11{,}38$$

Vzhledem k tomu, že je Sharpův P/E poměr větší než běžný P/E poměr, mluvíme o **podhodnocené akcii.**

Tabulka 48: Souhrnná tabulka výsledků P/E poměrů

Normální P/E poměr	=	11,15
Běžný P/E poměr	=	10,24
Sharpův P/E poměr	=	11,38

Zdroj: Vlastní výpočty

Všechny P/E poměry už máme spočítány, a proto přejdeme k výpočtu vnitřní hodnoty právě na základě těchto výpočtů. Konkrétně budu dosazovat do vzorce hodnotu normálního P/E modelu, který bude společně s očekávaným ziskem na jednu akcii tvořit výslednou vnitřní hodnotu. Zisk připadající na 1 akcii vychází z tabulky č. 39, která říká, že E_1 = 86 Kč.

$$VH = (P/E)_N * E_1$$

$$VH = (P/E)_N * E_1 = 11{,}15 * 86 = 958{,}9\ \text{Kč}$$

Vnitřní hodnota podle P/E poměru je 958,9 Kč, která je větší než tržní cena akcie s hodnotou 805 Kč. Opět se jedná o podhodnocenou akcii. Tu bychom proto měli držet a čekat na další vývoj akciového trhu.

Tabulka 49: Porovnání výsledných hodnot akcií u P/E poměru

Sharpův P/E poměr > běžný P/E poměr 11,38 > 11,15 **podhodnocená akcie**	vnitřní hodnota dle P/E poměru > tržní cena akcie 958,9 Kč > 805 Kč **podhodnocená akcie**

Zdroj: Vlastní výpočty

Následuje opět citlivostní analýza výpočtu vnitřní hodnoty podle P/E poměru. Ta je jiná v tom, že v této chvíli nesledujeme změny k a g, nýbrž změny normálního P/E poměru a změny čistého zisku na 1 akcii. Postupovat budu úplně stejně jako při sestavování citlivostní analýzy u Gordonova modelu.

Tabulka 50: Citlivostní analýza VH podle P/E poměru

VH podle P/E poměru			Změna normálního P/E poměru				
			10,06	**10,59**	**11,15**	**11,71**	**12,29**
			-10%	**-5%**	**0,00%**	**5%**	**10%**
Změna	**78**	**-10%**	781,03	822,14	865,41	908,68	954,11
čistého	**82**	**-5%**	822,14	865,41	910,96	956,50	1004,33
zisku	**86**	**0%**	865,41	910,96	**958,90**	1006,85	1057,19
na akcii	**90**	**5%**	908,68	956,50	1006,85	1057,19	1110,05
(v Kč)	**95**	**10%**	955,97	1006,29	1059,25	1112,21	1167,82

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka této analýzy citlivosti ukazuje, že jsou obě veličiny lineárně závislé.

6.1.3 P/BV poměr

Druhým ukazatelem je P/BV poměr, který má 4 základní typy. Oproti minulému poměru máme navíc historický P/BV poměr a zároveň Sharpův model nahradí ukazatel V_0/BV_0.

Pro výpočet normálního P/BV modelu si připomeneme, že ROE = 14,5 %.

$$P_0/BV_1 = \frac{ROE * p}{k - g}$$

$$P_0/BV_1 = \frac{ROE * p}{k - g} = \frac{0{,}145 * 0{,}6212}{(0{,}0763 - 0{,}0206)} = 1{,}62$$

Druhým počítaným ukazatelem je běžný P/BV model, kde běžná účetní hodnota na akcii BV_0 = 520,1 Kč. Tuto hodnotu jsem vzala z výroční zprávy Společnosti X. Velikost aktuální ceny akcie k datu 5. 2. 2020 je stejná jako v předchozích případech.

$$P_0/BV_0 = \frac{P_0}{BV_0}$$

$$P_0/BV_0 = \frac{P_0}{BV_0} = \frac{805}{520{,}1} = 1{,}55$$

Historický P/BV model pracuje s průměry historických hodnot, které jsou P_A = 840 Kč a BV_A = 486,54 Kč. Při určení průměrné historické účetní hodnoty jsem opět vycházela z hodnot výročních zpráv od roku 2009-2018.

$$(P/BV)_H = \frac{P_A}{BV_A}$$

$$(P/BV)_H = \frac{P_A}{BV_A} = \frac{840}{486{,}54} = 1{,}73$$

Ukazatel V_0/BV_0 můžeme vnímat stejně jako Sharpův model. U všech potřebných veličin už víme jejich hodnotu.

$$V_0/BV_0 = \frac{ROE * p * (1+g)}{k-g}$$

$$V_0/BV_0 = \frac{ROE * p * (1+g)}{k-g} = \frac{0{,}145 * 0{,}6212 * (1+0{,}0206)}{(0{,}0763 - 0{,}0206)} = 1{,}65$$

Po dosazení hodnot do vzorců jsme schopni určit, o jakou akcii se jedná. Hodnota ukazatele V_0/BV_0 > běžný P/BV poměr (1,65 > 1,55). Z tohoto důvodu se jedná o akcii **podhodnocenou.**

Tabulka 51: Souhrnná tabulka výsledků P/BV poměrů

Normální P/BV poměr	=	1,62
Běžný P/BV poměr	=	1,55
Historický P/BV poměr	=	1,73
V_0/BV_0	=	1,65

Zdroj: Vlastní výpočty

Provedeme i určení vnitřní hodnoty pomocí vzorce dle P/BV poměru. BV_1 = 564,42 Kč, vzhledem k počítanému 4% růstu.

$$VH = \frac{ROE * BV_1 * p}{k-g}$$

$$VH = \frac{ROE * BV_1 * p}{k-g} = \frac{0{,}145 * 564{,}42 * 0{,}6212}{(0{,}0763 - 0{,}0206)} = 912{,}74 \text{ Kč}$$

Tabulka 52: Porovnání výsledných hodnot akcií u P/BV poměru

ukazatel V0/BV0 > běžný P/BV poměr 1,65 > 1,55 **podhodnocená akcie**	vnitřní hodnota dle P/BV poměru > tržní cena akcie 912,74 Kč > 805 Kč **podhodnocená akcie**

Zdroj: Vlastní výpočty

Rozdíl ve výsledcích vnitřních hodnot je menší než u P/E poměrů, i když obě hodnoty se liší pouze v řádu desítek. Vnitřní hodnota dle výpočtu P/BV poměru je 912,74 Kč a přitom tržní cena akcie je 805 Kč. I nyní se jedná o **podhodnocenou akcii,** a proto bych investorům doporučila její nákup.

U citlivostní analýzy vnitřní hodnoty tohoto poměru pracujeme se změnou výnosové míry a míry růstu stejně, jako tomu bylo u Gordonova modelu. U Gordonova modelu nám vyšla větší citlivost pro veličinu k, a tak uvidíme, jestli má i tento model stejnou citlivost.

Tabulka 53: Citlivostní analýza VH podle P/BV poměru

VH podle P/BV poměru			Změna k				
			0,0689	**0,0725**	**0,0763**	**0,0801**	**0,0841**
			-10 %	**-5 %**	**0 %**	**5 %**	**10 %**
Změna g	**0,0186**	**-10 %**	1011,35	943,33	880,97	826,34	775,83
	0,0196	**-5 %**	1031,42	960,78	896,17	839,70	787,59
	0,0206	**0 %**	1053,44	979,85	**912,74**	854,23	800,36
	0,0216	**5 %**	1076,41	999,70	929,94	869,28	813,55
	0,0227	**10 %**	1101,63	1021,42	948,70	885,65	827,88

Zdroj: Vlastní výpočty

Skutečnost, že změna výnosové míry byla u Gordonova modelu citlivější platí i zde. Objasníme na příkladu kladné pětiprocentní změny. U veličiny k se nám změní hodnota z 912,74 Kč na 854,23 Kč, což je změna o 58,51 Kč. U veličiny g to bude změna z 912,74 Kč na 929,94 Kč. To je o 17,2 Kč. Samozřejmě počítáme s tím, že ostatní veličiny vstupující do tohoto modelu zůstanou po celou dobu neměnné.

6.1.4 P/S poměr

Ziskové modely uzavírá P/S model se svými třemi základními poměry, mezi které patří normální a historický P/S model spolu s ukazatelem V_0/S_0.

U normálního P/S modelu se setkáváme s veličinami M_0 a M_1, které představují ziskovou marži, respektive očekávanou ziskovou marži. Nejprve potřebuji pro své výpočty znát hodnotu ukazatele M_1.

Výslednou hodnotu S_1 dosadím do vzorce pro očekávanou ziskovou marži.

$$M_1 = \frac{očekávaná\ velikost\ EAT\ v\ příštím\ roce}{očekávaná\ velikost\ tržeb\ v\ příštím\ roce}$$

$$M_1 = \frac{124\,781}{129\,179} = 0{,}97$$

Všechna potřebná čísla pro práci s normálním P/S poměrem už jsou známa, a proto mohu dosazovat do rovnice.

$$P_0/S_1 = \frac{M_1 * p}{k - g}$$

$$P_0/S_1 = \frac{M_1 * p}{k - g} = \frac{0{,}97 * 0{,}6212}{(0{,}0763 - 0{,}0206)} = 10{,}77$$

Pro ukazatel V_0/S_0 potřebuji znát velikost běžné ziskové marže.

$$M_0 = \frac{EAT}{tržby}$$

$$M_0 = \frac{115\,094}{124\,616} = 0{,}93$$

Nyní dosadím do vzorečku pro výpočet V_0/S_0.

$$V_0/S_0 = \frac{M_0 * p * (1+g)}{k-g}$$

$$V_0/S_0 = \frac{M_0 * p * (1+g)}{k-g} = \frac{0{,}93 * 0{,}6212 * (1+0{,}0206)}{(0{,}0763 - 0{,}0206)} = 10{,}6$$

Historický P/S model pracuje s historickými průměry tržního kurzu a velikosti tržeb, kde P_A = 840 Kč a S_A = 68,46 Kč. Přičemž S_A je průměr velikostí tržeb na 1 akci od roku 2009 do roku 2018.

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A}$$

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A} = \frac{840}{68{,}46} = 12{,}27$$

Tabulka 54: Souhrnná tabulka výsledků P/S poměrů

Normální P/S poměr	=	10,77
Ukazatel V_0/S_0	=	10,60
Historický P/S poměr	=	12,27

Zdroj: Vlastní výpočty

Pro výpočet vnitřní hodnoty pomocí P/S poměru využijeme výslednou hodnotu normálního P/S poměru a taktéž hodnotu očekávané výše tržeb na akcii, která je dostupná v tabulce č.39.

$$VH = (P/S)_N * S_1$$

$$VH = (P/S)_N * S_1 = 10{,}77 * 86 = 926{,}47 \text{ Kč}$$

Tabulka 55: Porovnání výsledných hodnot akcií u P/S poměru

vnitřní hodnota dle P/S poměru > tržní cena akcie
926,47 Kč > 805 Kč
podhodnocená akcie

Zdroj: Vlastní výpočty

Vnitřní hodnota nám vyšla 926,47 Kč, což i v tomto případě představuje vyšší hodnotu. Pro akcionáře to znamená, že je akcie na trhu podhodnocená a měli by si ji koupit.

Následuje citlivostní analýza vnitřní hodnoty podle P/S modelu, kde se budeme soustředit na změnu normálního P/S poměru společně se změnou očekávaných tržeb.

Tabulka 56: Citlivostní analýza vnitřní hodnoty podle P/S modelu

VH podle P/S			Změna (P/S)n				
			9,72	**10,23**	**10,77**	**11,31**	**11,88**
			-10 %	**-5 %**	**0 %**	**5 %**	**10 %**
Změna	**77,62**	**-10 %**	754,6	794,3	836,1	877,9	921,8
čistého	**81,70**	**-5 %**	794,3	836,1	880,1	924,2	970,4
zisku	**86,00**	**0 %**	836,1	880,1	**926,47**	972,8	1021,4
na akcii	**90,30**	**5 %**	877,9	924,2	972,8	1021,4	1072,5
(v Kč)	**94,82**	**10 %**	921,8	970,4	1021,4	1072,5	1126,1

Zdroj: Vlastní výpočty

Zde nastává stejná situace, jako byla u vnitřní hodnoty podle P/E poměru. Vzhledem k tomu, že výsledná hodnota sestává pouze ze dvou veličin, jejich závislost je totožná.

6.1.5 Free Cash Flow to Equity model

Dalším modelem, který nám pomůže zjistit velikost vnitřní hodnoty akcie, je FCFE model. Jeho sestavení je poněkud složitější, a proto si ho, stejně jako v ostatních příkladech projdeme krok po kroku. Jako první si musíme uvědomit, že u bankovní instituce nemůžeme používat klasický FCFE vzorec, ale jeho modifikaci. Další vstupní veličiny k výpočtu nalezneme ve finančním plánu, kde si vezmeme prognózované hodnoty poskytnutých úvěrů a pohledávek pro zákazníky společně s prognózou kapitálové přiměřenosti. Díky těmto ukazatelům si spočítáme očekávanou velikost investice do kapitálové přiměřenosti dle vzorce:

$$hodnota\ investice\ do\ kapitálové\ přiměřenosti = L_t * KP_t - L_{t-1} * KP_{t-1}$$

Tabulka 57: Výpočet očekávané velikosti investice do kapitálové přiměřenosti

	2019	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kapitálová přiměřenost	18,7%	19,0%	19,9%	20,0%	20%
Úvěry a pohledávky za klienty (v tis. Kč)	542 810	559 094	575 867	593 143	610 937
Očekávaná velikost investice do KP (v tis. Kč)	4 116	4 722	8 370	4 031	3 559

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 58: Výpočet VH dle FCFE

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
oček. EAT (v tis. Kč)	124 781	134 127	143 073	151 557	158 968
oček. investice do KP (v tis. Kč)	4 115	4 722	8 370	4 031	3 559
FCFE (v tis. Kč)	120 665	129 405	134 703	147 526	155 409
počet akcií	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
FCFE/Počet akcií (v tis. Kč)	80	86	90	98	104

Zdroj: Vlastní výpočty

$$VH = \frac{FCFE_{2019}}{1+k} + \frac{FCFE_{2020}}{(1+k)^2} + \frac{FCFE_{2021}}{(1+k)^3} + \frac{FCFE_{2022}}{(1+k)^4} + \left[\frac{FCFE_{2023}}{(k-g)} * \frac{1}{(1+k)^4}\right]$$

$$VH = \frac{80}{1+0{,}0763} + \frac{86}{(1+0{,}0763)^2} + \frac{90}{(1+0{,}0763)^3} + \frac{98}{(1+0{,}0763)^4} + \left[\frac{104}{(0{,}0763-0{,}01)} * \frac{1}{(1+0{,}0763)^4}\right] = 1484{,}02\ Kč$$

Konečný výsledek vyšel 1484,02 Kč. Což je nejvyšší vypočtená hodnota, ze všech dosavadních výpočtů. Velkou roli zde hraje nastavení míry růstu v poslední fázi, neboť by mělo být menší než mnou doposud používaná hodnota, a to z toho důvodu, že by zkreslovala výsledek. Já jsem se rozhodla použít pro míru růstu poloviční velikost z předchozích výpočtů. Z toho důvodu zde počítám s hodnotou 0,0103 namísto 0,0206. Při použití obou hodnot mi ve finále vyšel stejný výsledek. Samozřejmě ne, co se velikosti vnitřní hodnoty akcie týká, ale z pohledu podhodnocenosti akcie trhem.

Tabulka 59: Shrnutí FCFE modelu

FCFE model > tržní cena akcie
1484,02 Kč > 805 Kč
podhodnocená akcie

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 60: Citlivostní analýza FCFE modelu

VH podle FCFE			**Změna k**				
			0,0689	**0,0725**	**0,0763**	**0,0801**	**0,0841**
			-10 %	**-5 %**	**0 %**	**5 %**	**10 %**
Změna g	**0,0093**	**-10 %**	1654,22	1557,10	1466,25	1385,22	1309,06
	0,0098	**-5 %**	1665,41	1566,90	1474,84	1392,80	1315,74
	0,0103	**0 %**	1677,38	1577,38	**1484,02**	1400,89	1322,88
	0,0108	**5 %**	1689,57	1588,04	1493,34	1409,10	1330,11
	0,0114	**10 %**	1702,60	1599,43	1503,29	1417,85	1337,82

Zdroj: Vlastní výpočty

Citlivostní analýza FCFE modelu vychází opět ze změny výnosové míry a míry růstu. Změna velikosti hodnoty akcie je nejvyšší při kladné 10% změně míry růstu a při 10% poklesu výnosové míry. V takovém případě dosahuje hodnoty 1705,27 Kč. I zde je tedy možné usoudit, že je model citlivější na změnu výnosové míry, neboť při menších procentuálních změnách má větší rozdíly. Nejblíže tržní ceny akcie (805 Kč) se blíží hodnota 1314,85 Kč, která nastane v případě, že se k zvýší o 10 % a naopak g se sníží o 10 %.

6.2 Výsledky stanovení vnitřní hodnoty akcie

Všechny vypočtené údaje, které jsem v předchozí kapitole zjistila, jsem převedla do souhrnné tabulky pro větší přehlednost.

Tabulka 61: Souhrnná tabulka všech výpočtů

Tržní cena akcie k 5. 2. 2020 je 805 Kč.				
Metoda	**VH**	**Hodnota ukazatele**	**Ohodnocení akcie**	**Doporučení**
Gordonův model	989,45 Kč	-	podhodnocená	koupit
Normální P/E poměr	-	11,15	podhodnocená	koupit
Běžný P/E poměr	-	10,24	podhodnocená	koupit
Sharpův P/E poměr	-	11,38	podhodnocená	koupit
VH podle P/E poměru	958,90 Kč	-	podhodnocená	koupit
Normální P/BV poměr	-	1,62	podhodnocená	koupit
Běžný P/BV poměr	-	1,55	podhodnocená	koupit
Historický P/BV poměr	-	1,73	podhodnocená	koupit
Ukazatel V_0/BV_0	-	1,65	podhodnocená	koupit
VH podle P/BV poměru	912,74 Kč	-	podhodnocená	koupit
Normální P/S poměr	-	10,77	podhodnocená	koupit
Ukazatel V_0/S_0	-	10,60	podhodnocená	koupit
Historický P/S poměr	-	12,27	podhodnocená	koupit
VH podle P/S poměru	926,47 Kč	-	podhodnocená	koupit
Cash flow model	1 484,02 Kč	-	podhodnocená	koupit

Zdroj: Vlastní výpočty

Souhrnně lze říci, že všechny mnou vypočítané vnitřní hodnoty byly větší, nežli tržní cena akcie k 5. 2. 2020. Dle těchto výpočtů lze předpokládat růst tržní ceny na akciovém trhu. Z toho vyplývá, že ve všech případech by potenciální investoři měli koupit akcie Společnosti X, neboť je na trhu podhodnocená. Nejblíže se reálné tržní

ceně blíží výpočet vnitřní hodnoty podle P/BV poměru, který má hodnotu 912,74 Kč.

Výhody a nevýhody mnou vybraných modelů v souvislosti pro můj typ akcie představují další část mé práce.

Začněme u **Gordonova modelu.**

Výhody: Rychlý, jednoduchý model. Vhodný spíše pro firmy, které mají stabilní dividendovou politiku. A také pro firmy, které působí v regulovaném odvětví. Což pro naší firmu platí.

Nevýhody: Velmi citlivý na vstupní data, což potvrzuje i citlivostní analýza. Často se stává, že tento model má tendenci nadhodnocovat akcie, u kterých je nízký výplatní poměr.

Vnitřní hodnota dle **P/E poměru**:

Výhody: Nenáročný na vstupní data. Rychlost provedení.

Následuje vnitřní hodnota podle **P/BV poměru**:

Výhody: Jednoduchý model se snadno dostupnými daty.

Nevýhody: Nevychází z aktuálních informací a dat.

Vnitřní hodnota dle **P/S poměru**:

Výhody: Pracuje pouze s tržbami.

Nevýhody: Nepracuje se ziskem.

Jako poslední zde máme vnitřní hodnotu dle **Cash flow modelu.**

Výhody: Propracovanější model, obsahující velké množství informací a vstupních dat. Určeno spíše pro firmy s konstantním růstem. Proměnlivá míra růstu.

Nevýhody: Správné sestavení prognóz. Náročné na vstupní data.

Jak jsem již několikrát zmiňovala, nejdůležitější je nastavení velikosti míry růstu a výnosové míry. Tyto dvě hodnoty jsou použity ve všech výpočtech a proto je nejvíce ovlivňují. Dalším, neméně důležitým aspektem je, co nejrealističtější prognóza do dalších let.

6.2.1 Investiční doporučení

Na základě znalostí z předchozí kapitoly provedu investiční doporučení novým potencionálním investorům. Při pohledu na tabulku č. 63 je více než zřejmé, že je akcie Společnosti X na trhu podhodnocená. Vyšlo mi tak ve všech mých výpočtech, při použití různých metod.

Investiční doporučení ale nelze udělat pouze z výpočtů, ale musíme se na ně dívat jako na celek, který je skládaný z dalších aspektů. Mezi ty patří finanční analýza, analýza vnitřního a vnějšího okolí firmy apod. Z první kapitoly praktické části víme, že je Společnost X stabilní součástí českého bankovního sektoru. Po finanční stránce tato banka neustále roste. Což potvrzují všechny ukazatele finanční analýzy.

Díky znalostem z teoretické a praktické části jsme schopni predikovat, že se v nejbližších letech očekává růst jak české ekonomiky, českého bankovního sektoru, tak i mé banky. Z tohoto důvodu je koupě akcie Společnosti X příhodná. To koresponduje s tím, co mi vyšlo při výpočtech.

Na základě výše zmíněných skutečností a faktů doporučuji nákup akcie Společnosti X. Tato investice může být jak krátkého, tak dlouhodobého charakteru.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo provedení fundamentální analýzy akcie Společnosti X a zároveň výpočet její vnitřní hodnoty. Dále podle těchto výsledků byla vytvořena investiční strategie pro nové potenciální investory. K dosažení cíle bylo zapotřebí provést několik zásadních kroků, které si v tomto textu připomeneme.

První část diplomové práce byla část teoretická. V té jsem nejprve definovala akciové společnosti a akcie. Následovala analýza akciových instrumentů, ve které jsem představila 3 hlavní části fundamentální analýzy. Těmi jsou globální fundamentální analýza, odvětvová fundamentální analýza a v neposlední řadě firemní fundamentální analýza. Poslední částí bylo poté představení metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie dané banky.

Druhá část práce byla praktická. V ní jsem se nejprve věnovala globální analýze. Konkrétně pak HDP, úrokovým mírám, inflaci, peněžní nabídce a nezaměstnanosti. Uvedla jsem hodnoty zmíněných faktorů od roku 2009 až po rok 2018. Všechny tyto faktory jsem spojovala a porovnávala s PX indexem. Následně jsem u každé veličiny spočítala korelační koeficienty, aby bylo zřejmé, jak velká závislost mezi nimi panuje. Ve všech případech byla naměřená závislost slabá nebo velmi slabá. Nejsilnější závislost potom byla mezi HDP a Indexem PX, její výše byla 0,28. Za zmínku ještě stojí vypočítaný korelační vztah mezi inflací a Indexem PX, který rovněž vykazoval slabou závislost, konkrétně tato hodnota byla 0,2. U ostatních globálních faktorů byla naměřená závislost opravdu velmi malá. Co se týká globální analýzy, tak kromě zmíněných historických dat jsem u každého faktoru uváděla i jejich prognózu do roku 2022.

U odvětvové analýzy jsem řešila životní cyklus odvětví, spolu s životním cyklem akcie a tržní strukturu Společnosti X. Opět bylo mnou sledované období od roku 2009 do roku 2018. Díky znalostem z teoretické části jsem určila, že se mnou vybraná banka nachází v období stabilizace. Bankovní sektor České republiky, jakožto i moje banka patří mezi cyklická odvětví a jejich akcie taktéž patří k cyklickým. To znamená, že následují hospodářský cyklus ekonomiky, a proto budou největší zisky a tržby v období konjunktury.

Firemní analýzu jsem začala představením Společnosti X. Společnost X představuje jednu z předních českých bank, které si drží svoji pevnou pozici na našem trhu už několik let. Po představení základních informací o bance jsem pokračovala v popisu organizační struktury a SWOT analýzy. Na konci představení jsem se věnovala kreditnímu ratingu, který je pro potenciální investory nepostradatelným ukazatelem. Toto hodnocení vzniká v nezávislých ratingových společnostech. Ratingový stupeň pro Českou republiku představuje velmi nízké kreditní riziko. Popis ratingového stupně Společnosti X také

představuje nízké kreditní riziko. To znamená, že je pro investory důvěryhodná a doporučuje se do ní investovat. Pro moji banku se jedná o její nejlepší výsledek v historii. Z čehož vyplývá, že je na tom banka opravdu dobře.

Má slova potvrzuje i finanční analýza, která přichází na řadu po kreditním ratingu. Ve své práci jsem aplikovala vertikální analýzu rozvahy a výsledovky po kterých následují ukazatele rentability. Ukazatele ROE i ROA jsou, po celou dobu sledovaného období na velmi dobré úrovni. V některých případech dokonce převyšují výsledky bankovního sektoru. To znamená, že vlastně přispívají k tomu, aby šel průměr sektoru nahoru, a zvyšují tím jeho průměr. Část finanční analýzy věnuji i výplatnímu poměru, který hraje při závěrečných výpočtech stěžejní roli. Banka se snaží tento poměr zvyšovat, což se jí od propadu v roce 2016 zatím docela daří. Ovšem předpověď do budoucna predikuje, že bude v následujících letech tento poměr spíše stagnovat nebo mírně klesat. V absolutní hodnotě naopak roste. Velkou částí této analýzy je i kapitálová přiměřenost, která je pro bankovní odvětví specifická. Její výše se v České republice několik let nemění a je na hodnotě 8 %. S dodržováním této hodnoty nemá Společnost X vůbec žádný problém. Ten by mohl nastat až ve chvíli, kdy začne fungovat nová regulace s názvem Basel IV, která má přinést přísnější požadavky. Tato regulace zatím ještě není schválená a existuje pouze její prototyp, který se teprve vyvíjí. Jeho skutečné zrealizování vidím na rok 2021, avšak i tak si myslím, že to pro Společnost X nebude žádný zásadní problém.

Abych ve své práci dosáhla co nejreálnějších výpočtů vnitřní hodnoty, bylo potřeba sestavit finanční plán. Ten jsem sestavila pro stejné položky, jako tomu bylo u finanční analýzy. Ve všech uvažovaných položkách jsem nastavila růstový trend. To z toho důvodu, že od roku 2009 firma neustále rostla, rostly její jednotlivé klíčové položky, a proto jsem se tohoto nastaveného trendu držela. V prvním roce jsem u rozvahy nastavila růstový trend o 8 %, následující roky už nebude růst takto velký. S každým přibývajícím rokem bude procentuální hodnota klesat o 1 procentní bod na 7, 6 a 5 procent. K vytvoření výsledovky jsem poté vycházela právě z dat rozvahy. Klíčovým atributem byl EAT, ze kterého jsem při mých prognózách VZZ vycházela.

Poslední velkou kapitolu tvoří stanovení vnitřní hodnoty akcie Společnosti X. Jako první jsem si musela stanovit velikosti dvou klíčových veličin, a to míry růstu a výnosové míry. Tyto veličiny jsou stěžejní z toho důvodu, že jsou použity téměř ve všech vzorcích, a proto je jejich správné nastavení více než důležité. Míru růstu jsem stanovila třemi různými způsoby. Pravidlo pro míru růstu zní, že nesmí být větší než očekávaná míra růstu ekonomiky, která se předpokládá na úrovni 2-2,5 %. Dva ze tří výpočtů mi vyšly vyšší, a proto jsem se nakonec rozhodla použít historickou normalizovanou míru růstu, jejíchž hodnota byla 2,06 %. U požadované výnosové míry

jsem vycházela ze vzorce pro model CAPM. Kde bezrizikovou úrokovou míru reprezentuje výnosnost státních dluhopisů, beta faktor je odhadován pro celý bankovní sektor na stejné úrovni a pro hodnotu rizikové prémie využiji stránek Damodaran. Výsledná hodnota CAPM modelu je 7,63 % a budu ji v mé práci používat jakožto výnosovou míru.

Jako první jsem spočítala Gordonův model, následovaly typy P/E poměrů, P/BV poměrů a P/S poměrů, a nakonec jsem aplikovala FCFE model. Všechny vypočítané vnitřní hodnoty jsem srovnávala s tržní cenou akcie k 5. 2. 2020. Vnitřní hodnota akcie podle Gordonova modelu mi vyšla 989,45 Kč. U poměru P/E byla vnitřní hodnota akcie 958,9 Kč, u P/BV poměru 912,74 Kč a u P/S poměru 926,47 Kč. Tyto čtyři vypočítané hodnoty jsou vzájemně dost podobné, dělí je pouze desítky korun. Poslední, nejsložitější model pro výpočet vnitřní hodnoty je FCFE model, u kterého je výsledek vnitřní hodnoty nejvyšší ze všech předchozích modelů. Vypočítaná vnitřní hodnota má velikost 1484,02 Kč. Což je nejvíce vzdáleno od tržní ceny akcie. Nicméně to nemění nic na faktu, že v každém jednotlivém případě mi vyšlo, že je akcie Společnosti X na trhu **podhodnocená**. To platí v případě, pokud uvažuji předpoklad, že tržní cena odráží vnitřní hodnotu dané akcie. V tomto případě by pak měl v příštích obdobích nastat její růst. Tuto skutečnost potvrzují i prognózy z globální a finanční analýzy.

Pokud vezmeme v potaz závěry jednotlivých kapitol diplomové práce, tak z nich lze usoudit pozitivní vývoj Společnosti X do dalších let. Pozitivně bude ovlivněna i jejich tržní cena akcie banky, což potvrzují výsledky výpočtů vnitřních hodnot. Moje investiční doporučení pro potenciální investory zní akcii Společnosti X jednoznačně **koupit.**

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BIBLIOGRAFIE

Comley, Pete. *Inflation tax: the plan to deal with the debts*, 2013. ISBN 978-0957303812.

ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

ČÍŽEK, Radomír. Investujte s českými experty: doporučení předních českých investorů. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4048-5.

DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 2nd ed. New York: Wiley, 2002. Wiley finance series. ISBN 978-0471414889.

DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd univ. ed. Hoboken, N.J: Wiley, 2012. ISBN 978-1118011522.

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1205-9.

GRODINSKY, Julius. Investments. New York: Ronald Press, 1953. 567 s. ISBN 978-1258320690.

HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP. *Mikroekonomie*. 6. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Management Press, 2018. ISBN 978-80-7261-538-4.

HRDÝ, Milan. Oceňování finančních institucí. Praha: Grada, 2005. Finance (Grada). ISBN 80-247-0938-4.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

JONES, Charles. *Investments*. 12th ed. Hoboken, New York: John Wiley & Sons, 2013. ISBN 978-1118475904.

JONES, Charles. Investments: Analysis and Management. New York: John Wiley and Sons, 1994. ISBN 978-0471040804.

JUREČKA, Václav. *Mikroekonomie*. 3., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2018. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0146-7.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KOHOUT, Pavel. 2010. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 6., přeprac. vyd. Praha: Grada, ISBN 978-80-247-3315-9.

MAŘÍK, Miloš, 2011. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, ISBN 978-80-86929-67-5.

Modigliani, Franco. Monetary Policy and Consumption. Federal Reserve of Boston, 1971.

MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. ISBN 80-86119-55-6.

NEUBAUER, Jiří, Marek SEDLAČÍK a Oldřich KŘÍŽ. Základy statistiky: aplikace v technických a ekonomických oborech. 2., rozšířené vydání. Praha: Grada, 2016. ISBN 978-80-247-5786-5.

NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.

PALAT, Raghu. *Fundamental Analysis for Investors*. 4th ed., 2016. ISBN 978-8170949428.

POLÁCH, Jiří. *Reálné a finanční investice*. Praha: C.H. Beck, 2012. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-436-0.

POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.

POŠTA, Vít. *Ekonomie pro navazující magisterské studium na MÚVS ČVUT: studijní materiál.* Praha, 2019.

PTATSCHEKOVÁ, Jitka a Jaroslava DITTRICHOVÁ. *Dvacet let české koruny: na pozadí vývoje obchodního bankovnictví v České republice*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4681-4.

RADOVÁ, Jarmila, Petr DVOŘÁK a Jiří MÁLEK. *Finanční matematika pro každého*. 8., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-4831-3.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 2., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-080-4.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0413-0.

STOWE, John D. *Equity asset valuation*. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2007. ISBN 978-0470052822.

ŠTÝBR, David, Petr KLEPETKO a Pavlína ONDRÁČKOVÁ. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada, 2011. Finance pro každého. ISBN 978-80-247-3648-8.

TUREK, Ludvík, 2008. První kroky na burze. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-1915-0.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 2007. ISBN 978-80-7357-297-6.

VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2., aktualiz. vyd. Praha: Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.

WOJTYLA, Henry. Investment Strategy. New York: Rosenkrantz, Ehrenkrantz, Lyon and Ross, 1980.

Zákon o obchodních korporacích: zákon č. 90/2012 Sb. ze dne 25. ledna 2012. Praha: Ústav práva a právní vědy, 2014. Právo a management. ISBN 978-80-87974-00-1.

INTERNETOVÉ ZDROJE

ARAD 2019a - Systém časových řad - Česká národní banka. [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=57225&p_strid=AAAG&p_lang=CS

ARAD 2019b - Systém časových řad - Česká národní banka. [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm

ARAD 2020a - Systém časových řad - Česká národní banka. [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm

Bank's Return on Assets for Czech Republic - FRED - St. Louis Fed. Federal Reserve Economic Data - FRED - St. Louis Fed [online]. Dostupné z: https://fred.stlouisfed.org/series/DDEI05CZA156NWDB

Česká bankovní asociace. Úvod - Česká bankovní asociace [online]. [cit. 2.02.2020]. Dostupné z: https://cbaonline.cz/o-bankovnim-sektoru

Česká národní banka [online]. 2020a. Česká národní banka, Slovník pojmů: Peněžní agregáty. vyd. [cit. 2020.03.2]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/p.html

Česká národní banka. [online] 2019f Ratingové agentury - [cit. 02.04.2020]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/

Česká národní banka. [online]. ČNB 2019d. Harmonizované peněžní agregáty České republiky [cit. 22.02.2020]. Dostupné

z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/metodicke-poznamky/harmonizovane-penezni-agregaty-ceske-republiky/index.html

Český statistický úřad [online]. 2019a. Inflace. [cit. 2020.01-02]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace 90/2012

Český statistický úřad [online]. 2019b Zaměstnanost, nezaměstnanost - ČSÚ. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zamestnanost_nezamestnanost_prace

Český statistický úřad ČSÚ [online]. 2020a Hrubý domácí produkt (HDP) - Metodika - ČSÚ [cit. 02.03.2020]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hruby_domaci_produkt_-hdp-

Damodaran, Aswath: Archived data [online]. Dostupné z http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Fio banka. [online]. Fio banka, 2020 [cit. 2020-01-13]. Dostupné z https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/221567-dividenda-komercni-banky-v-roce-2019-a-dalsich-letech-komentar-analytika

Kurzy, Akcie cz online, Burza Praha, RMS akcie-cz.kurzy.cz - Kurzy.cz. Akcie cz online, Burza Praha, RMS [cit. 02.04.2020]. Dostupné z: https://akcie-cz.kurzy.cz/

Ministerstvo spravedlnosti: Veřejný rejstřík, sbírka listin. [online]. Dostupné z: http://www.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx

Prognóza ČNB - Česká národní banka – Hrubý domácí produkt. ČNB 2019a [cit. 12.01.2020]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/

Prognóza ČNB - Česká národní banka – Úrokové sazby. ČNB 2019b [cit. 20.02.2020]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/

Prognóza ČNB - Česká národní banka – Nezaměstnanost. ČNB 2019e [cit. 01.04.2020]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/

Prognóza ČNB - Česká národní banka – ROE. ČNB 2019g [cit. 02.02.2020]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/

Sb. Zákon o obchodních korporacích. Zákony pro lidi - Sbírka zákonů ČR v aktuálním konsolidovaném znění [online]. [cit. 17.03.2020]. Dostupné z: https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90

Interní dokumentace Společnosti X 2009-2020

SEZNAM ZKRATEK

β	koeficient beta
ČNB	Česká národní banka
CB	centrální banka
CF	cash flow
CK	cizí kapitál
DDM	dividendové diskontní modely
EAT	earnings after taxes, čistý zisk
FO	fyzická osoba
HDP	hrubý domácí produkt
KB	komerční banky
PO	právnická osoba
ROA	rentabilita aktiv
ROE	návratnost vlastního kapitálu
VK	vlastní kapitál
VZZ	výkaz zisku a ztráty
ZK	základní kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Životní cyklus odvětví 17
Obrázek 2: Kolísání akciového kurzu okolo VH 22
Obrázek 3: Organizační struktura 46

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Změna HDP a PX indexu 37
Graf 2: Vývoj úrokových měr 39
Graf 3: Vývoj HDP a zisku z finanční a provozní činnosti 43
Graf 4: ROE Společnosti X a bankovního sektoru 51
Graf 5: ROA Společnosti X a bankovního sektoru 51
Graf 6: Průměrný přepočtený počet zaměstnanců Společnosti X 53
Graf 7: Kapitálová přiměřenost 55

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Základní informace o akciové společnosti 8
Tabulka 2: Hodnoty korelační závislosti 12
Tabulka 3: Peněžní agregáty 15
Tabulka 4: Charakteristické rysy tržních struktur 20
Tabulka 5: Hodnoty ROA a její návratnost 23
Tabulka 6: Porovnání Sharpova a běžného P/E poměru 30
Tabulka 7: Porovnání ukazatele V_0/BV_0 a běžného P/BV poměru 31
Tabulka 8: Porovnání změny HDP a PX indexu 37
Tabulka 9: Prognóza velikosti HDP 38
Tabulka 10: Změny úrokových sazeb 38
Tabulka 11: Prognóza úrokových sazeb 38
Tabulka 12: Korelační koeficient 39
Tabulka 13: Vývoj inflace a PX burzy 39
Tabulka 14: Prognóza inflace 40

Tabulka 15: Agregát M3 a jeho hodnoty (v mil. Kč) 40
Tabulka 16: Prognóza M3 40
Tabulka 17: Míra nezaměstnanosti v ČR 41
Tabulka 18: Prognóza nezaměstnanosti 41
Tabulka 19: Vztah globálních faktorů aplikovaný na akciové trhy 42
Tabulka 20: Zisky bankovního sektoru (v mil. Kč) 43
Tabulka 21: Rozdělení bank 44
Tabulka 22: Vývoj dividend (v Kč) 46
Tabulka 23: SWOT analýza 47
Tabulka 24: Ratingový stupeň pro ČR 48
Tabulka 25: Ratingový stupeň pro Společnost X 48
Tabulka 26: Vertikální analýza aktiv (v tis. Kč) 48
Tabulka 27: Vertikální analýza pasiv (v tis. Kč) 49
Tabulka 28: Vertikální analýza VZZ (v tis. Kč) 50
Tabulka 29: Ukazatele likvidity 52
Tabulka 30: Výplatní poměr 53
Tabulka 31: Ukazatele produktivity (v mil. Kč) 54
Tabulka 32: Celková nákladovost (v mil. Kč) 54
Tabulka 33: Kapitálová přiměřenost 54
Tabulka 34: Prognóza aktiv 57
Tabulka 35: Prognóza pasiv 57
Tabulka 36: Prognóza VZZ 58
Tabulka 37: Prognóza EAT 58
Tabulka 38: Prognóza ROE 59
Tabulka 39: Prognóza zisku na akcii, dividend a výplatního poměru 59
Tabulka 40: Prognóza bilanční sumy v tis. Kč 59
Tabulka 41: Kapitálová přiměřenost, úvěry a pohledávky za klienty 60
Tabulka 42: Prognóza kapitálové přiměřenosti, prognóza úvěrů a pohledávek za klienty 60
Tabulka 43: Velikost dividend a jejich míra růstu 62
Tabulka 44: Výsledné hodnoty g 62
Tabulka 45: Hodnoty r_f, Beta, r_m-r_f tvořící CAPM model..... 63
Tabulka 46: Shrnutí Gordonova modelu 64

Tabulka 47: Citlivostní analýza Gordonova modelu 64
Tabulka 48: Souhrnná tabulka výsledků P/E poměrů 65
Tabulka 49: Porovnání výsledných hodnot akcií u P/E poměru 65
Tabulka 50: Citlivostní analýza VH podle P/E poměru 66
Tabulka 51: Souhrnná tabulka výsledků P/BV poměrů 67
Tabulka 52: Porovnání výsledných hodnot akcií u P/BV poměru 67
Tabulka 53: Citlivostní analýza VH podle P/BV poměru 68
Tabulka 54: Souhrnná tabulka výsledků P/S poměrů 69
Tabulka 55: Porovnání výsledných hodnot akcií u P/S poměru 69
Tabulka 56: Citlivostní analýza vnitřní hodnoty podle P/S modelu 70
Tabulka 57: Výpočet očekávané velikosti investice do kapitálové přiměřenosti 70
Tabulka 58: Výpočet VH dle FCFE 71
Tabulka 59: Shrnutí FCFE modelu 71
Tabulka 60: Citlivostní analýza FCFE modelu 71
Tabulka 63: Souhrnná tabulka všech výpočtů 72

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Aktiva Společnosti X 2009-2018 86
Příloha 2: Pasiva Společnosti X 2009-2018 87
Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty Společnosti X 2009-2018 88
Příloha 4: Prognóza aktiv 89
Příloha 5: Prognóza pasiv 90
Příloha 6: Prognóza VZZ 91

Příloha 1: Aktiva Společnosti X 2009-2018

ROZVAHA (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	5 156 690	5 464 504	7 150 303	7 747 704	9 456 287	12 214 295	12 027 931	13 976 691	14 713 627	16 315 332
Dlouhodobý majetek	1 470 950	1 464 297	1 375 855	1 455 877	1 429 730	1 440 128	1 420 511	1 329 140	1 014 999	1 009 825
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 740	7 082	6 858	4 206	3 081	6 839	9 509	9 895	10 200	11 363
Ocenitelná práva	5 740	7 082	6 858	4 206	3 081	6 839	9 509	9 895	10 200	11 363
B.I.2.1. Software	5 740	7082	5 108	4 206	3 081	6 839	9 509	9 895	10 200	11 363
Dlouhodobý hmotný majetek	7 560	6 690	4 483	2 538	1 338	1 338	1 216	1 356	2 029	1 984
Hmotné movité věci a soubory movitých věcí	6 763	5893	3686	1826	455	626	504	644	1317	1 272
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	797	797	797	712	712	712	712	712	712	712
Dlouhodobý finanční majetek	1 457 650	1 450 525	1 364 514	1 449 133	1 425 311	1 431 951	1 409 786	1 317 889	1 002 770	996 478
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1 457 650	1450525	1364514	0	1 425 311	1 431 951	1 409 786	1 317 889	1 002 770	996 478
Oběžná aktiva	3 685 024	3 999 483	5 773 493	6 290 070	8 025 638	10 772 841	10 606 431	12 643 729	13 695 531	15 303 802
Zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky	3 683 419	3 998 120	5 772 552	6 287 002	8 055 248	10 772 315	10 605 616	12 642 764	13 694 775	15 273 189
Dlouhodobé pohledávky	8 861	12 013	584 693	4 297	160 339	295 093	511 826	904 171	781 798	952 194
C.II.1.1. Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	286934	0	157 996	281 268	490 441	878 518	754255	931427
C.II.1.4. Odložená daňová pohledávka	8 811	11913	10725	4 197	2 343	13 825	21 385	25 653	27543	20 767
C.II.1.5. Pohledávky - ostatní	50	100	287 034	100	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	3 674 558	3 986 107	5 187 859	6 282 705	7 894 909	10 477 222	10 093 790	11 738 593	12 912 977	14 320 995
C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	2 260 531	2 460 787	3154153	3 753 500	157 996	6 964 810	6 268 716	7 516 692	8122639	8992215
C.II.2.4. Pohledávky - ostatní	1 414 027	1 525 320	2 033 706	2 529 205	2 685 535	3 512 412	3 825 074	4 221 901	4 790 338	5328780
C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 405 596	1519640	2 032 729	2 528 796	2 685 528	3 512 412	3 825 070	4 221 887	4 788 841	5328297
Peněžní prostředky	1 605	1 363	941	3 068	390	526	815	965	756	30 613
Peněžní prostředky v pokladně	48	25	35	17	52	18	44	28	12	2
Peněžní prostředky na účtech	1 557	1338	906	3 051	338	508	771	937	744	30611
Časové rozlišení	716	724	955	1 757	919	1 326	989	3 822	3 097	1 705
Náklady příštích období	716	724	955	1 496	897	1 326	989	3 822	3097	1705

Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

Příloha 2: Pasiva Společnosti X 2009-2018

ROZVAHA (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	5 156 690	5 464 504	7 150 303	7 747 704	9 456 287	12 214 295	12 027 931	13 976 691	14 713 627	16 315 332
Vlastní kapitál	1 505 428	1 506 949	1 489 896	1 590 378	1 628 845	1 598 329	1 626 201	1 609 744	1 598 323	1 620 585
Základní kapitál	1 184 000	1 184 000	1 184 000	1 184 000	1 184 000	1 184 000	1 184 000	1 184 000	1 184 000	1 184 000
Ážio	165 544	158 419	72 409	157 027	133 205	139 845	118 101	99 776	38 073	31 781
Kapitálové fondy	159 544	152 419	66 409	151 027	127 205	133 845	112 101	93 776	32 073	25 781
Fondy ze zisku	10 315	11 898	12 573	16 044	17 076	16 369	16 417	16 362	16 362	16 357
Ostatní rezervní fondy	9 586	11000	11470	14 955	15 791	15 791	15 791	15 791	15791	15791
Statutární a ostatní fondy	729	898	1103	1 089	1 285	578	626	571	571	566
VH minulých let	117 287	143 230	151 215	216 593	231 468	231 468	231 468	231 468	273 353	273 353
Nerozdělený zisk minulých let	117 287	143230	151 215	216 593	231 468	231 468	231 468	231 468	273353	273353
VH běž. účet. období	28 282	9 402	69 699	16 714	63 096	26 647	76 214	78 136	86 532	115 090
Cizí zdroje	3 651 262	3 957 465	5 660 317	6 157 225	7 817 253	10 580 520	10 358 480	12 322 950	13 077 585	14 651 311
Rezervy	1 460	2 644	5 442	4 357	6 258	10 102	11 280	11 445	12 700	12 458
Závazky	3 649 802	3 954 821	5 654 875	6 152 868	7 810 995	10 570 418	10 347 200	12 311 505	13 064 885	14 638 853
Dlouhodobé závazky	0	0	573 834	286 900	148 238	229 586	408 295	519 251	496 614	446 582
Závazky k úvěrovým institucím	0	0	286900	286 900	148 238	204 097	367 871	490 276	476361	435 492
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	25 409	40 424	28 975	20253	11 090
Krátkodobé závazky	3 649 802	3 954 821	5 081 041	5 865 968	7 662 757	10 340 832	9 938 905	11 792 254	12 568 271	14 192 271
Závazky k úvěrovým institucím	1 437 050	1473006	1884371	2 133 659	3 485 219	5 197 768	4 739 380	5 423 531	5 363 081	6 857 561
Závazky z obchodních vztahů	2 186 088	2468141	3173938	3 710 150	4 123 911	5 113 456	5 172 230	6 336 340	7 172 664	7 284 026
Závazky ostatní	26 664	13 674	22 732	22 159	53 627	29 608	27 295	32 383	32 526	50 684
Časové rozlišení	0	90	90	101	10 189	35 446	43 250	43 997	37 719	43 436
Výdaje příštích období	0	90	90	101	425	2 185	1 979	1 632	2 740	2909
Výnosy příštích období	0	0	0	0	9 764	33 261	41 271	42 365	34 979	40 527

Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty Společnosti X 2009-2018

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby z prodeje výrobků a služeb	71 391	68271	79922	84 515	95 550	123 524	117 587	111 140	113 146	123 616
Výkonová spotřeba	40 985	35 970	38 609	42 598	33 049	35 653	32 501	33 744	34 848	35 152
Spotřeba materiálu a energie	2 134	1898	2287	3 986	3 697	2 912	2 740	2 342	1 727	1 825
Služby	38 851	34072	36322	38 612	29 352	32 741	29 761	31 402	33121	33 327
Osobní náklady	36 019	38 380	33 706	39 745	38 563	38 265	41 994	44 246	46 083	50 189
Mzdové náklady	25 923	26552	23520	28 259	27 506	23 887	29 487	31 069	32 572	35 173
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	10 096	11 828	10 186	11 486	11 057	14 378	12 507	13 177	13 511	15 016
Úpravy hodnot v provozní oblasti	57 973	49 805	11 280	14 399	-7 028	46 718	14 084	40 924	28 964	-50 275
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	57 973	49 805	11 280	14 399	-7 028	46 718	3 421	5 381	6 144	6 272
Ostatní provozní výnosy	462 334	277 497	267 331	368 108	408 547	104 395	298 942	123 282	282 477	256 486
Ostatní provozní náklady	456 957	289 524	271 607	365 589	433 886	147 906	323 956	124 887	292 359	276 043
Daně a poplatky	90	90	90	99	102	74	52	55	238	339
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	1 178	163	1 256	-242
Jiné provozní náklady	0	0	0	0	0	0	322 726	124 669	290 865	275 946
Provozní výsledek hospodaření	-58 209	-67 911	-7 949	-9 708	5 627	-40 623	3 994	-9 379	-6 631	68 993
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	54 068	56 055	55 847	0	29 161	26 039	23 646	36 252	39 099	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	81 521	48 461	60442	74 897	73 245	81 038	82 224	88 760	94 794	125 863
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0	0	0	0	0	0	82 224	88 760	94 794	125 863
Nákladové úroky a podobné náklady	33 802	18 969	18 888	21 268	21 031	30 585	18 365	19 151	24 576	49 871
Ostatní finanční výnosy	107 757	50415	129677	110 935	217 822	100 840	115 823	34 541	186 097	187 582
Ostatní finanční náklady	126 016	61 715	141577	124 896	231 097	105 508	120 773	39 726	187 961	190 833
Finanční výsledek hospodaření	83 528	74 247	85 501	39 668	68 100	71 824	82 555	100 676	107 453	72 741
Výsledek hospodaření před zdaněním	25 319	6 336	77 552	29 960	73 727	31 201	86 549	91 297	100 822	141 734
Daň z příjmů za běžnou činnost	-2 963	-3 102	7 854	13 012	10 631	4 554	10 334	13 161	14 287	26 640
Daň z příjmů splatná	2 298	0	6 666	6 484	8 776	16 037	17 893	17 429	16 178	19 864
Daň z příjmů odložená	-5 261	-3 102	1188	6 528	1 855	-11 483	-7 559	-4 268	-1 891	6 776
Výsledek hospodaření po zdanění	28 282	9 438	69 698	16 948	63 096	26 647	76 215	78 136	86 535	115 094
Výsledek hospodaření za účetní období	28 282	9 402	69 698	16 714	63 096	26 647	76 215	78 136	86 535	115 094
Čistý obrat za účetní období	777 071	500 699	593 219	638 455	824 325	435 836	638 222	393 975	715 613	693 547

Zdroj: Vlastní vypracování dle Výročních zpráv Společnosti X

Příloha 4: Prognóza aktiv

ROZVAHA (v tis. Kč)	2019E	2020E	2021E	2022E
AKTIVA CELKEM	17 769 924	19 377 579	21 154 238	23 111 765
Dlouhodobý majetek	1 015 146	1 019 532	1 022 968	1 025 914
Dlouhodobý nehmotný majetek	11 422	11 472	11 510	11 544
Dlouhodobý hmotný majetek	1 994	2 003	2 009	2 015
Hmotné movité věci a soubory movitých věcí	1 278	1 284	1 288	1 292
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	715	718	721	723
Dlouhodobý finanční majetek	1 001 729	1 006 056	1 009 447	1 012 354
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1 001 729	1 006 056	1 009 447	1 012 354
Oběžná aktiva	16 753 072	18 356 341	20 129 563	22 084 144
Zásoby	0	0	0	0
Pohledávky	16 719 560	18 319 621	20 089 297	22 039 968
Dlouhodobé pohledávky	1 042 366	1 142 121	1 252 450	1 374 063
Pohledávky z obchodních vztahů	1 019 633	1 117 212	1 225 134	1 344 095
Odložená daňová pohledávka	22 733	24 909	27 315	29 967
Pohledávky - ostatní	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	15 677 193	17 177 500	18 836 847	20 665 905
Pohledávky z obchodních vztahů	9 843 777	10 785 827	11 827 738	12 976 211
Pohledávky - ostatní	5 833 415	6 391 673	7 009 108	7 689 693
Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 832 886	6 391 093	7 008 473	7 688 996
Peněžní prostředky	33 512	36 719	40 266	44 176
Peněžní prostředky v pokladně	2	2	2	2
Peněžní prostředky na účtech	33 509	36 716	40 263	44 173
Časové rozlišení	1 705	1 705	1 705	1 706
Náklady příštích období	1 705	1 705	1 705	1 706

Zdroj: Vlastní vypracování

Příloha 5: Prognóza pasiv

ROZVAHA (v tis. Kč)	2019E	2020E	2021E	2022E
PASIVA CELKEM	17 769 924	19 377 579	21 154 238	23 111 765
Vlastní kapitál	1 757 038	1 888 640	2 014 612	2 134 079
Základní kapitál	1 283 692	1 379 841	1 471 876	1 559 159
Ážio	34 456	37 037	39 508	41 851
Kapitálové fondy	27 951	30 045	32 049	33 949
Fondy ze zisku	17 734	19 062	20 334	21 539
Ostatní rezervní fondy	17 120	18 402	19 630	20 794
Statutární a ostatní fondy	613	659	703	745
Výsledek hospodaření minulých let	296 369	318 567	339 815	359 966
Nerozdělený zisk minulých let	296 369	318 567	339 815	359 966
Výsledek hospodaření běžného účetního období	124 780	134 126	143 072	151 557
Cizí zdroje	15 993 224	17 472 757	19 103 490	20 900 555
Rezervy	13 599	14 857	16 24	17 771
Závazky	15 979 625	17 457 900	19 087 246	20 882 783
Dlouhodobé závazky	487 484	532 581	582 287	637 063
Závazky k úvěrovým institucím	475 378	519 356	567 827	621 243
Závazky z obchodních vztahů	12 105	13 225	14 459	15 820
Krátkodobé závazky	15 492 141	16 925 319	18 504 959	20 245 720
Závazky k úvěrovým institucím	7 485 645	8 178 142	8 941 408	9 782 526
Závazky z obchodních vztahů	7 951 169	8 686 732	9 497 465	10 390 892
Závazky ostatní	55 326	60 444	66 085	72 302
Časové rozlišení	19 662	16 180	36 134	77 130

Zdroj: Vlastní vypracování

Příloha 6: Prognóza VZZ

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	2019E	2020E	2021E	2022E
Tržby z prodeje výrobků a služeb	129 179	142 097	155 014	161 215
Výkonová spotřeba	36 311	37 670	40 877	42 000
Spotřeba materiálu a energie	2 583	2 765	3 335	3 922
Služby	33 728	34 905	37 542	38 078
Osobní náklady	50 879	52 012	55 262	57 395
Mzdové náklady	40 700	40 130	41 735	43 405
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	10 179	11 882	13 527	13 990
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-36 000	-2 340	-50 968	-34 125
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-36 000	-2 340	-50 968	-34 125
Ostatní provozní výnosy	284 939	273 610	299 187	314 146
Ostatní provozní náklady	291 471	273 668	285 190	294 270
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	30	34	0	0
Zůstatková cena prodaného materiálu	0	0	0	0
Daně a poplatky	30	0	45	0
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	7 900	-6 568	5 045	5 294
Jiné provozní náklady	298 011	280 202	280 100	288 976
Provozní výsledek hospodaření	71 457	54 697	123 840	115 822
Výnosové úroky a podobné výnosy	91 284	101 149	106 739	111 786
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	91 284	101 149	106 739	111 786
Nákladové úroky a podobné náklady	25 651	24 407	36 000	24 970
Ostatní finanční výnosy	181 020	207 013	200 013	209 720
Ostatní finanční náklady	183 888	191 397	241 701	250 590
Finanční výsledek hospodaření	62 765	92 358	29 051	45 946
Výsledek hospodaření před zdaněním	134 222	147 055	152 891	161 768
Daň z příjmů za běžnou činnost	9 441	12 928	9 818	10 211
Daň z příjmů splatná	10 890	9 345	11 326	11 779
Daň z příjmů odložená	-1 449	3 583	-1 507	-1 567
Výsledek hospodaření po zdanění	124 781	134 127	143 073	151 557
Výsledek hospodaření za účetní období	124 781	134 127	143 073	151 557
Čistý obrat za účetní období	686 422	723 869	760 953	796 867

Zdroj: Vlastní vypracování

Evidence výpůjček

Prohlášení:

Dávám svolení k půjčování této diplomové práce. Uživatel potvrzuje svým podpisem, že bude tuto práci řádně citovat v seznamu použité literatury.

Jméno a příjmení: Eliška Mircová

V Praze dne: 30. 04. 2020 Podpis:

Jméno	**Oddělení/ Pracoviště**	**Datum**	**Podpis**