

**Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní**

Fundamentální analýza akcie

Jan Kotlant

**Bakalářská práce
2013**

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jan Kotlant**
Osobní číslo: **E10752**
Studijní program: **B6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a provoz podniku**
Název tématu: **Fundamentální analýza akcie**
Zadávací katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Obsahem tématu je charakteristika metod oceňování akcií, analýza vybraného titulu na BCPP, zhodnocení výsledků a investiční doporučení.

Zásady pro zpracování:

Charakterizujte metody oceňování akcií.

Charakterizujte a analyzujte vybraný titul na BCPP.

Proveďte zhodnocení výsledků a navrhněte investiční doporučení.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: cca 30 stran

Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů - II. díl: Fundamentální analýza. Praha : Oeconomica, 2003. 362 s., ISBN 80-245-0506-1.

MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. Praha : Ekopress, 2011. 520 s., ISBN 978-80-86929-70-5.

VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. Praha : ASPI, 2007, 704 s., ISBN 978-80-7357-297-6.

JÍLEK, J. Akciové trhy a investování. Praha : GRADA Publishing, 2009, 656 s., ISBN 978-80-247-2963-3.

Vedoucí bakalářské práce:


Ing. Petr Hájek, Ph.D.

Ústav systémového inženýrství a informatiky

Datum zadání bakalářské práce: 3. října 2012

Termín odevzdání bakalářské práce: 30. dubna 2013


doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.

děkanka

L.S.


doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.

vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 3. října 2012

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem tuto práci vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako Školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 30. 4. 2013

Jan Kotlant

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych rád poděkoval svému vedoucímu práce doc. Ing. Petru Hájkovi, Ph.D. za jeho odbornou pomoc, cenné rady a poskytnuté materiály, které mi pomohly při zpracování bakalářské práce.

ANOTACE

Tato bakalářská práce se zabývá analýzami investičních instrumentů a z nich v první řadě fundamentální analýzou. V úvodu práce jsou shrnuty základní pojmy v oblasti finančních trhů, poté následuje seznámení s různými přístupy k analýze akcií s důrazem na fundamentální analýzu. Práce popisuje všechny tři úrovně fundamentální analýzy, s následnou praktickou aplikací na společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. a na odvětví, ve kterém působí.

KLÍČOVÁ SLOVA

Fundamentální analýza, finanční trh, akcie, vnitřní hodnota akcie, dividenda

TITLE

Fundamental analysis of stocks

ANNOTATION

This bachelor thesis deals with the analysis of investment instruments and from them, in the first place, with fundamental analysis. The introduction summarizes the basic notions from the field of financial markets, followed by with the introduction of different approaches to analyzing stocks with emphasis given to fundamental analysis. This work describes three fundamental levels of analysis, with subsequent practical applications to company Telefónica Czech Republic, as well as the industry, in which the company operates.

KEYWORDS

Fundamental analysis, financial market, stocks, intrinsic value, dividend

OBSAH

ÚVOD	9
1 FINANČNÍ TRH	11
1.1 AKCIE	11
1.2 DIVIDENDA.....	12
1.3 BURZA CENNÝCH PAPÍRU PRAHA, A.S.....	12
1.4 ZÁKLADNÍ ZÁSADY INVESTOVÁNÍ	14
2 ANALÝZY AKCIOVÝCH INSTRUMENTŮ	16
2.1 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	16
2.2 TECHNICKÁ ANALÝZA	18
2.3 PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA.....	19
3 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	21
3.1 HDP	22
3.2 PENĚŽNÍ NABÍDKA	22
3.3 ÚROKOVÉ SAZBY	23
3.4 INFLACE	24
3.5 POLITICKÉ RIZIKO.....	24
4 ODVĚTOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	26
4.1 STRUKTURA ODVĚTVÍ.....	26
4.2 ŽIVOTNÍ CYKLUS ODVĚTVÍ	27
4.3 CITLIVOST ODVĚTVÍ NA HOSPODÁŘSKÝ CYKLUS	28
4.4 VLIV STÁTNÍ REGULACE	29
5 PODNIKOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	31
5.1 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI TELEFÓNICA O2 CZECH REPUBLIC, A.S.	31
5.2 DŮLEŽITÁ VSTUPNÍ DATA	32
5.3 DIVIDENDOVÉ DISKONTNÍ MODELY	35
5.4 ZISKOVÉ MODELY.....	37
5.4.1 <i>Metody založené na ukazateli P/E ratio</i>	37
5.4.2 <i>Metody založené na ukazateli P/BV ratio</i>	38
5.5 CASH FLOW MODELY	39
5.6 SHRNUTÍ VYPOČÍTANÝCH VÝSLEDKŮ	41
ZÁVĚR	43
POUŽITÁ LITERATURA	45

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Frekvence používání analytických metod českými analytiky.....	16
Tabulka 2: Vliv tří hlavních faktorů na pohyb akciových kurzů (v procentech)	21
Tabulka 3: Vývoj čistého zisku společnosti Telefónica Czech Republic, a.s.	28
Tabulka 4: Vypočtené historické míry růstu dividend (2005-2011)	33
Tabulka 5: Roční závěrečné hodnoty indexu PX v letech 2003-2012	34
Tabulka 6: Hodnoty finančních ukazatelů pro další výpočty	35
Tabulka 7: Meziroční změny vlastního kapitálu společnosti Telefónica (v milionech)	39
Tabulka 8: Výpočet veličiny Free Cash Flow to Equity	40
Tabulka 9: Výpočet míry růstu veličiny FCFE	41
Tabulka 10: Výsledky podnikové fundamentální analýzy	42
Tabulka 11: Výpočet výsledné vnitřní hodnoty akcie dle podnikové analýzy.....	42

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Vývoj indexu PX	14
Obrázek 2: Vnitřní hodnota akcie	17
Obrázek 3: Půlroční svíčkový graf vybraného titulu a porovnání s indexem PX	19
Obrázek 4: Prognóza HDP	22
Obrázek 5: Prognóza inflace	24
Obrázek 6: Aktivní SIM karty podle operátorů (v tisících)	28
Obrázek 7: Dividendy vyplacené společností Telefónica (2005-2011)	32

SEZNAM ZKRATEK

AP	Aritmetický průměr
BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CEESEG	CEE Stock Exchange Group
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ECB	Evropská centrální banka
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FED	Federální rezervní systém
GP	Geometrický průměr
HDP	Hrubý domácí produkt
ICT	Informační a komunikační technologie
IT	Informační technologie
P/BV	Tržní cena akcie / účetní hodnota akcie
P/E	Cena akcie / čistý zisk na akcii
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
Sb.	Sbírka zákonů
VAP	Vážený aritmetický průměr
VH	Vnitřní hodnota

ÚVOD

Pro tuto práci jsem si zvolil téma „Fundamentální analýza akcie“. Důvodem byl především můj dlouhodobě rostoucí zájem o dění na finančních trzích. V dnešní době je snadné stát se přímým a aktivním účastníkem burzovního dění po celém světě, stejně tak není obtížné dostat se k velkému spektru různých informačních zdrojů zabývajících se investováním. Na druhou stranu v uplynulých letech došlo nejen na akciových trzích ke značným výkyvům, které investorům připomněly nemalé nároky na jejich vlastní znalosti a schopnosti. Díky fundamentální analýze akcií lze porozumět podstatným faktorům působících na pohyb akciových kurzů a vybrat do portfolia vhodné akciové tituly.

Z nabídky titulů na Burze cenných papírů Praha jsem jako analyzovaný akciový titul zvolil společnost Telefónica O2 Czech Republic, a.s. (dále jen Telefónica). Společnost působí v telekomunikačním odvětví. V České republice, vzhledem k nízkému počtu operátorů, lze hovořit o oligopolní struktuře tohoto odvětví, avšak v nedaleké budoucnosti může dojít k značným změnám, což je jeden z důvodů pro můj výběr tohoto titulu. Dalšími důvody bylo, že jde o dividendový titul a konečně společnost Telefónica je největším integrovaným telekomunikačním operátorem v České republice a patří do skupiny Telefónica, S. A., která působí v mnoha zemích světa.

Fundamentální analýza je nejrozšířenější a nejkomplexnější metodou pro analyzování investičních instrumentů, v kontextu této práce půjde o analyzování akciových titulů. Má tři fáze a to globální, odvětvovou a podnikovou fundamentální analýzu.

Cílem této práce je popsat jednotlivé fáze fundamentální analýzy a posléze je aplikovat na společnost Telefónica. Jednak půjde o analýzu aktuální globální situace, posléze analýzu odvětví telekomunikací a nakonec společnosti Telefónica. Dílčím cílem práce bude návrh investičních doporučení založených na této fundamentální analýze.

První kapitola bude představovat uvedení do oblasti finančních trhů a vzhledem ke zvolenému akciovému titulu následně představení Burzy cenných papírů Praha, a.s., kde je společnost Telefónica kótována. Na konci kapitoly budou krátce popsána základní pravidla investování.

Druhá kapitola bude věnována teoretickému představení fundamentální analýzy. Aby bylo možné získat komplexní náhled na problematiku analýzy akcií, tak budou stručně představeny i další používané analýzy investičních instrumentů a to technická analýza a psychologická analýza.

Ve třetí kapitole bude věnována pozornost globální fundamentální analýze. Bude zde popsáno několik základních faktorů, jež mají největší vliv na vývoj akciových kurzů. Jde především o hrubý domácí produkt, peněžní nabídku, inflaci, úrokové sazby a politické riziko. Jednotlivé faktory budou zhodnoceny z hlediska jejich současného vývoje i s výhledem do budoucnosti.

Čtvrtá kapitola bude zaměřena na odvětvovou fundamentální analýzu. Nejdříve na její jednotlivé a nejvíce determinující aspekty s následným zhodnocením telekomunikačního odvětví, ve kterém působí analyzovaná společnost Telefónica.

V poslední stěžejní kapitole budou zpracovány nejdůležitější modely pro výpočet vnitřní hodnoty akcií. Půjde o dividendové diskontní modely, ziskové modely a cash flow modely. K samotným výpočtům budou použity údaje z účetních závěrek společnosti Telefónica či případně údaje z některých investičních serverů. Výsledné vnitřní hodnoty budou porovnány s tržním kurzem k určenému dni a dále budou stanovena investiční doporučení pro tento titul.

1 FINANČNÍ TRH

Finanční trh je místo střetávání nabídky s poptávkou neboli prodávajícího s kupujícím. Finanční trhy a z nich zejména kapitálové trhy patří k nejsledovanějším oblastem tržní ekonomiky, v níž sehrávají velmi důležitou roli a dají se považovat za její nedílnou součást. Byly, jsou a budou předmětem zájmu různých skupin, které mohou sledovat různé cíle. Tím nejviditelnějším je vidina výnosů, ať už je racionálně podložena fakty či jde jen o akt víry. Jsou také obrazem vývoje a budoucích vyhlídek daných ekonomik.

Organizovaný kapitálový trh může být realizován buď prostřednictvím burz cenných papírů, nebo mimoburzovního trhu. Burzy se mohou dělit podle investičního nástroje (akcie, dluhopisy, opce, apod.), významu (okresní, regionální, celosvětové, atd.), způsobu obchodování (prezenční či elektronická), lokality, rychlosti, velikosti a dalších parametrů.

1.1 Akcie

Akcie je obchodovatelný cenný papír vyjadřující majetková práva vůči emitentovi akcie. Představuje tedy podíl na majetku akciové společnosti, jež vydává akcie za účelem získání kapitálu pro svůj vznik nebo další rozvoj. Jedná se o dlouhodobý cenný papír bez doby splatnosti. S vlastnictvím akcií jsou všeobecně spojena čtyři základní práva akcionáře [10, str. 231]:

- právo aktivně se účastnit valných hromad akciové společnosti a při hlasování moci uplatnit počet hlasů úměrný počtu držených akcií,
- právo podílet se na zisku společnosti v podobě inkasování dividend,
- právo na odpovídající podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti,
- předkupní právo na upsání nových akcií.

Na finančních trzích se lze setkat s mnoha druhy akcií. Přesto je lze rozdělit na dva nejrozšířenější typy [4, str. 100]:

- akcie kmenové (běžné),
- akcie prioritní (preferenční).

S vlastnictvím kmenových akcií jsou spojena všechna čtyři základní práva akcionáře. S prioritními akciemi jsou navíc spojena přednostní práva týkající se dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku, pokud souhrn jejich jmenovitých hodnot nepřekročí polovinu

základního kapitálu. Majitelé těchto preferenčních akcií však mají často v situacích, kdy jde o vyplácení dividend omezené hlasovací právo [10, str. 234].

Při koupi akcií je vhodné mít stále na paměti, že jde o koupi podílu na konkrétní společnosti, podílu na jejím podnikání. Gladiš radí představovat si, že jde o koupi podílu v obchůdku na rohu, jenž vede a vlastní náš kamarád. Ten obchůdek má své silné a slabé stránky, své pravidelné zákazníky, svou účetní hodnotu, svůj roční zisk, svůj potenciál. Adekvátní cenu za tento podíl bude vždy třeba posuzovat podle toho, jak velký násobek účetní hodnoty a jaký násobek ročního zisku obchůdku představuje [2, str. 30-31].

Investice do akcií může přinést dva druhy výnosů [1, str. 125]:

- Kapitálový výnos – rozdíl mezi nákupním a prodejním kurzem.
- Dividendový výnos – plyne z inkasování dividend.

1.2 Dividenda

Dividenda představuje pravidelný výnos z držení akcie. Jednotlivé akciové společnosti však dividendy vyplácet nemusejí, to záleží především na jejím zisku a finanční strategii. Zda vyplácet dividendu, její výši a rozhodný den stanovuje valná hromada.

Rozhodný den představuje právo na výplatu dividendy. Dividenda je vyplacena pouze za podmínky, že investor vlastnil akcie společnosti právě rozhodného dne. Kdy před tímto dnem akcie nakoupil nebo jak dlouho po něm je prodal, není podstatné. Rozhodný den má značný vliv na kurz akcie, jež obvykle skokově klesne o výši vyplacených dividend, neboť hodnota společnosti výplatou dividendy klesne právě o výši dividendy na každou akcii. Část majetku společnosti přechází do rukou investorů [11].

Investor získává dividendy již v čisté výši po zdanění. V České republice se v současnosti uplatňuje srážková daň z dividend ve výši 15%.

1.3 Burza cenných papírů Praha, a.s.

Burza cenných papírů Praha, a.s. (dále BCPP) je největším a nejvýznamnějším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Novodobá historie burzy se datuje od roku 1993, kdy navázala na činnost pražské komoditní a akciové burzy založené roku 1871. BCPP je součástí skupiny CEE Stock Exchange Group (dále CEESEG) společně s burzami cenných papírů v Budapešti, Lublani a Vídni [16].

Aby člověk mohl investovat na BCPP, musí se stát klientem obchodníka s cennými papíry, který patří mezi členy burzy. Člen burzy jedná vždy vlastním jménem prostřednictvím svého makléře. Obchodování probíhá na BCPP v elektronickém obchodním systému Xetra®, který nahradil ke konci minulého roku segmenty trhu SPAD a KOBOS. Důvodem byla snaha o zlepšení prestiže u zahraničních investorů, potažmo směřování ke zvýšení likvidity na pražské burze, která má právě s nízkým objemem obchodů dlouhodobě potíže. Šlo také o významný krok v rámci skupiny CEESEG, jejímž hlavním cílem je právě zvýšit likviditu na členských burzách poskytnutím snadnějšího přístupu k místním trhům a produktům.

Obchodování na BCPP probíhá na třech burzovních trzích. Trh Prime je určený pro obchodování největších a nejprestižnějších akcií a platí pro něj nejpřísnější pravidla. Trh Standard je určený pro obchodování velkých a prestižních akcií. Trh Start je regulován pouze burzou a jeho pravidla jsou nastavena tak, aby maximálně vyhovovala emitentům a současně zajišťovala dostatečnou likviditu, která je důležitá pro investory [13].

Obchodování na BCPP není pochopitelně zadarmo. Celkový poplatek za uzavření obchodu se skládá z poplatku obchodníka a poplatku trhu. Vždy jde o určité procentuální vyjádření z objemu obchodu.

Obchodování na BCPP reprezentují dva burzovní indexy a to index PX a index PX-GLOB.

Index PX

Index PX je oficiální indexem na BCPP. Dá se říci, že ukazuje, jak si burza jako celek stojí, zda akcie více klesají nebo rostou. Jde o cenový index, který je kalkulován v reálném čase a jsou v něm zastoupeny nejprestižnější a nejvíce obchodované společnosti na BCPP, v současnosti jich je třináct. Index PX převzal historické hodnoty indexu PX 50, jehož výchozím datem je 5. dubna 1994. K tomuto dni byla stanovena báze obsahující 50 emisí a nastavena výchozí hodnota indexu 1000 bodů. Časový vývoj indexu PX byl poměrně nestálý (viz Obrázek 1). Svého historického minima ve výši 316 bodů dosáhl index (tehdy ještě PX 50) v říjnu 1998. Maxima dosáhl v říjnu 2007, nedlouho poté však došlo k dramatickému propadu. V současnosti index PX i celá BCCP nezažívá žádné velké pohyby ať už jakýmkoliv směrem.



Obrázek 1: Vývoj indexu PX

Zdroj: [27]

1.4 Základní zásady investování

Benjamin Graham, jeden z nejvýznamnějších profesionálních investorů a autor řady knih v oboru, už více jak před sedmdesáti lety definoval jaký je rozdíl mezi investicí a spekulací. Napsal, že „*investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky, jsou spekulacemi.*“ [3, str. 35]. Z toho plyne, že ne každý kdo se objeví na akciovém či jiném trhu, je investor. To může mít negativní důsledky především u lidí, kteří se považují za investory, ale podle Grahamovy definice patří mezi spekulanty.

V následujících bodech jsou shrnuty některé základní zásady či pravidla investování, které je třeba dodržovat při cestě, jejímž cílem je stát se skutečným investorem:

1. Stanovení finančních cílů – ty mohou být různé, záleží na mnoha faktorech, jako je například částka k investování, investiční horizont, požadovaný výnos, likvidita investice nebo vztah k riziku.
2. Diverzifikace – představuje pravděpodobně nejdůležitější zásadu investování. Podstatou je rozprostření investic do různých druhů aktiv a dále diverzifikovat i v rámci nich a tím snížit možný dopad výkyvů cen jednotlivých aktiv na hodnotu celého portfolia.
3. Za vyšší výnosy se obecně platí vyšším rizikem – pokud někdo nabízí nadprůměrné výnosy, je třeba počítat se zvýšeným rizikem. Na druhou stranu neexistují ani bezrizikové investice.

4. „*Předpovídat je těžké, zejména když se jedná o budoucnost.*“ [8, str. 152] – na kapitálových trzích nikdo neumí dokonale předvídat, co se stane. S tím souvisí další pravidlo a to, že výkonnost v minulosti není spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů, aneb minulost se neopakuje a tzv. protahování křivek není dobrá investiční strategie [5, str. 14].
5. Bezpečnostní polštář – doporučuje se nakupovat akcie, jejichž cena je nejlépe o 50% nižší než investorem stanovená vnitřní hodnota. Těchto 50% představuje onen bezpečnostní polštář, a čím je tlustší, tím lépe. Díky tomu se snižují dopady jednak případných chyb, k nimž mohlo dojít při výpočtu vnitřní hodnoty a pak také dopady případných neočekávaných událostí [2, str. 21-22].

“Inteligentní investor“ by podle Grahama a Zweiga měl mít následující vlastnosti. Jde především o trpělivost, disciplínu, touhu poznávat a učit se novým věcem, schopnost ovládnout své emoce a udělat si vlastní názor [3, str. 29].

2 ANALÝZY AKCIOVÝCH INSTRUMENTŮ

Investoři a analytici cenných papírů nejvíce využívají při snaze nalézt vhodné investiční příležitosti, ať už v podobě podhodnocených nebo nadhodnocených akcií nebo načasování správného okamžiku pro nákup a prodej, tři analytické přístupy [10, str. 306]:

- fundamentální analýzu,
- technickou analýzu,
- psychologickou analýzu.

Fundamentální analýza je nejkompexnější a nejvyužívanější přístup (viz Tabulka 1). Vybírá akcie podle podnikových údajů a celkových ekonomických ukazatelů. Cílem je stanovit vnitřní hodnotu akcie. Technická analýza probíhá na základě historických kurzů a technických ukazatelů. Za pomoci různých grafů a indikátorů se snaží odpovědět na otázku, kdy je vhodná doba pro nákup a prodej akcií. Psychologická analýza se týká především vlivu davového chování investorů. Tedy emocemi a iracionalitou na finančních trzích.

Tabulka 1: Frekvence používání analytických metod českými analytiky

Druh použité analýzy	Téměř vždy (96-100%)	Obyčejně (66-95%)	Někdy (36-65%)	Zřídka (6-35%)	Málokdy (0-5%)
Fundamentální	81,25	15,62	3,12	0,00	0,00
Technická	35,48	19,35	16,13	19,35	9,67
Psychologická	40,00	33,33	16,67	6,67	3,33

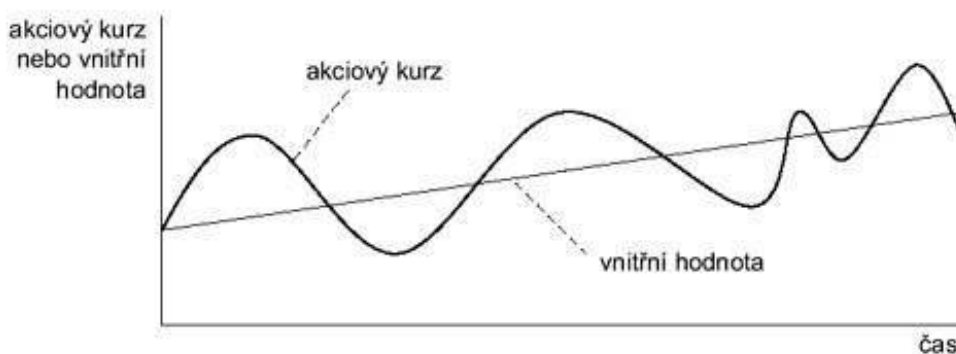
Zdroj: [9]

Existuje ještě další přístup k analýze akciových instrumentů nazvaný teorie efektivních trhů. Ta z velké míry popírá předchozí přístupy, jelikož nepřipouští existenci špatně oceněných akcií, protože v jejich cenách jsou již zahrnuty veškeré informace a akciové trhy tedy nelze oklamat. Tato teorie má velké množství silných kritiků [2, str. 13].

2.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je nejkompexnější analytický přístup k analyzování investičních instrumentů. Zabývá se detailním zkoumáním základních a podstatných ekonomických, politických, demografických, sociálních, geografických a dalších vlivů a událostí, které určují vývoj akciových kurzů [10, str. 310]. Vychází z předpokladu, že každá akcie má svou vnitřní hodnotu a aktuální kurz akcie se pohybuje kolem této vnitřní hodnoty (viz Obrázek 2). Vnitřní

hodnota je správně oceněná cena akciového titulu, neboli cena, za kterou by se tento titul měl obchodovat. Pokud je větší než kurz akcie, považuje se akcie za podhodnocenou a naopak pokud je vnitřní hodnota menší než cena akcie, tak je akcie nadhodnocená. Cílem tedy je zjistit vnitřní hodnotu akcie, porovnat ji s aktuálním kurzem akcie a v případě jejich nerovnosti porozumět tomu proč akcie není oceněna správně a jaký vývoj lze očekávat do budoucnosti.



Obrázek 2: Vnitřní hodnota akcie

Zdroj: [14]

Používají ji především hodnotoví analytici za účelem výběru atraktivních akciových titulů do portfolia, čemuž se říká „stock picking“ či „hodnotový screening“. K tomu může pomoci i tzv. „stock screener“, jenž je v dnešní době již dostupný zadarmo na mnoha finančních serverech. Tento nástroj umožňuje během pár vteřin prohledat značné množství akciových titulů a vyfiltruje přesně ty akcie, které odpovídají námi zadaným požadavkům.

Fundamentální analýza se člení na tři hlavní typy [10, str. 310]:

- globální analýza,
- odvětvová analýza,
- podniková analýza.

Za nejdůležitější z nich se dá považovat podniková analýza, která představuje přímou analýzu konkrétní společnosti. Globální i odvětvová analýza umožňují pohlédnout na celou situaci společnosti více z nadhledu. Globální analýza se zabývá hrubým domácím produktem, inflací, peněžní nabídkou, úrokovými sazbami, nezaměstnaností či politickými riziky. Odvětvová analýza zkoumá specifika, strukturu, citlivost a rysy odvětví. Obvyklé je při analýze postupovat v pořadí analýz od globální přes odvětvovou, po podnikovou, čímž se provádí analýza cestou seshora dolů. Každému typu fundamentální analýzy bude dále věnována samostatná kapitola.

2.2 Technická analýza

Technická analýza se považuje za nejstarší analytický přístup, který se zabývá cenovým vývojem investičních instrumentů. Je založen na analýze minulých cenových pohybů a jejím cílem je říci kdy koupit nebo prodat. Technická analýza je oblíbena především u krátkodobých obchodníků, lidí snažících se využívat krátkodobých příležitostí. Tito techničtí analytici se pokouší na základě studia grafů o odhad pravděpodobného cenového vývoje a budoucích trendů. Úspěch značně závisí na schopnostech a zkušenostech daného analytika, jelikož technická analýza je značně subjektivní.

Základy technické analýzy vytvořil Ch. H. Dow a jeho následovníci již více jak před 100 lety a daly vzniknout tzv. „Dow Theory“, která vychází z těchto předpokladů [6, str. 391]:

- Akciové indexy odrážejí všechny relevantní informace.
- Pohyb akciových kurzů se skládá ze tří trendových pohybů, kterými jsou primární (doba trvání od jednoho do několika let), sekundární (doba trvání od tří měsíců do jednoho roku) a terciární trend (krátkodobé fluktuace akciových kurzů během několika dní).
- Budoucí vývoj kurzů je možné odvodit z minulé tržní situace.

Dowova teorie byla a je vystavena četné kritice odpůrců a v současnosti je vykládána různými způsoby. S nástupem počítačů, rozvojem komunikačních technologií a širšími možnostmi přístupu na finanční trh exponenciálně rostl zájem o využití technické analýzy. Moderní technická analýza obsahuje celou řadu různých nástrojů, které lze rozdělit na dvě skupiny:

- grafické metody,
- technické indikátory.

Grafické metody představují zaznamenávání kurzových hodnot do grafů. Z nich se posléze analytici snaží vyčíst informace, které mohou vést k investičnímu rozhodnutí. Hledají například standardizované formace, což jsou určité vzory v pohybu kurzů a dělí se na formace vedoucí ke změně trendu a formace potvrzující trend. Graf je základním nástrojem využívaným v technické analýze a může mít řadu podob. Nejrozšířenějšími jsou sloupcové grafy, čárové grafy a svíčkové grafy (viz Obrázek 3).

Technické indikátory skýtají matematické funkce a stovky různých nástrojů, které pomáhají při identifikaci změny trendu a případně signálů pro nákup nebo prodej. Metody

založené na technických indikátorech analyzují tržní, objemové nebo cenové vlastnosti celkového akciového trhu nebo jednotlivých akcií. Mezi tyto metody patří klouzavé průměry (průměrné hodnoty ceny aktiv za určitý čas), šíře trhu, nová maxima a minima, relativní síla, anticyklické indikátory, index důvěry a další [6, str. 394].



Obrázek 3: Půlroční svíčkový graf vybraného titulu a porovnání s indexem PX

Zdroj: [24]

2.3 Psychologická analýza

Psychologická analýza tvoří vedle fundamentální analýzy a technické analýzy třetí přístup k analyzování investičních instrumentů. Její výjimečnost tkví v tom, že nezkoumá samotný cenný papír, ale zaměřuje se na lidské chování. Vychází z předpokladu, že pohyb kurzů je následkem chování a myšlenkových úvah účastníků trhu, přičemž dominantní vliv na toto chování má lidská psychika. Používá se obvykle pro odhad blízké budoucnosti v řádu dnů, hodin a minut.

Mezi nejznámější a nejvýznamnější teoretické koncepce psychologické analýzy patří Kostolanyho investiční psychologie pojmenovaná podle jejího autora, původem maďarského burzovního spekulanta Andrého Kostolanyho, jenž na toto téma napsal několik vzdělávacích knih a jeho realizací vydělal za svůj život nemalé jmění. V jednom z posledních rozhovorů před svou smrtí řekl, že ten kdo se chce stát úspěšným na burze, by měl místo ekonomie

studovat psychologii davu a radil přečíst si starou, ale všeobecně uznávanou a stále aktuální knihu Psychologie davu od Le Bona z konce 19. století, jelikož logika a názory nejsou na burze nejdůležitějšími faktory. Na burze musí člověk těžit především z nezkušenosti jiných [12].

Kostolanyho investiční psychologie rozděluje účastníky burzovního chování na spekulanty a hráče. Takovéto rozdělení umožňuje psychologickému analytikovi zkoumat technické složení trhu. Pokud rozhodující objem akcií drží spekulanti, trh se považuje za přeprodaný. Pokud naopak rozhodující objem akcií drží hráči, jde o překoupený trh [10, str. 528].

Spekulanti patří pro své vlastnosti do skupiny tzv. pevných rukou. Dokážou vzdorovat davové hysterii a řídí se výhradně svými myšlenkami nebo argumenty. Spekulanti mají 4G – myšlenky (Gedanken), trpělivost (Gedult), peníze (Geld) a štěstí (Gluck) [10, str. 526].

Hráči představují většinovou skupinu tzv. rozřesených rukou. Jde o nezkušené či zkušenosti nevyužívající účastníky trhu, kteří podléhají svým emocím na úkor racionálního uvažování. Nedokážou vzdorovat tlaku davu a jejich snahou je snadno a rychle dosáhnout zisku. Burza v jejich podání připomíná spíše kasino.

Za další významné psychologické koncepce se považuje Keynesova investiční psychologie, Drasnarova investiční psychologie nebo Teorie spekulativních bublin.

Mezi psychologické předsudky způsobující chyby v rozhodování patří averze k lítosti, vytrvalost přesvědčení, iluze kontroly, falešná víra v konfirmaci (předsudek potvrzení), selektivní víra ve vlastní zásluhy a další.

3 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Hlavním úkolem globální fundamentální analýzy je identifikovat, prozkoumat a zhodnotit vliv celé ekonomiky a trhu na hodnotu analyzované akcie [10, str. 311]. Zkoumá ekonomická a statistická data, stejně jako politické, demografické, historické a jiné faktory. Dle jedné starší studie (viz Tabulka 3) způsobují globální faktory pohyb akciových kurzů z více jak 50%. Reálně toto číslo bude nejspíše nižší, ale v každém případě to jasně vypovídá o důležitosti a nezbytnosti globální analýzy v rámci fundamentální analýzy akcie. Neočekávaná optimistická či pesimistická globální událost většinou způsobí dle své vážnosti, změnu tržní ceny akcie a případně i změnu její vnitřní hodnoty.

Tabulka 2: Vliv tří hlavních faktorů na pohyb akciových kurzů (v procentech)

Odvětví	Makroekonomické faktory	Odvětvové faktory	Podnikové faktory
Tabák	36	15	49
Ropa	54	19	27
Kovy	63	9	28
Služby	47	13	40
Maloobchod	48	11	41
Celkem	52	13	35

Zdroj: [6]

V následujících podkapitolách bude věnována pozornost následujícím faktorům globální fundamentální analýzy:

- hrubý domácí produkt (dále jen HDP),
- peněžní nabídka,
- inflace,
- úrokové sazby,
- politické riziko.

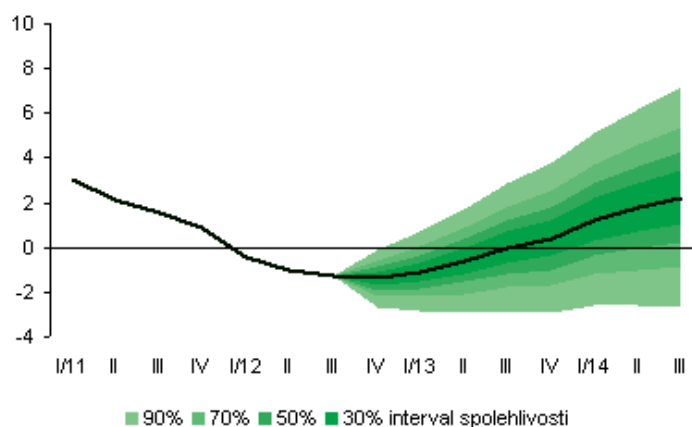
Bude popsán zejména potencionální vliv těchto faktorů na hodnotu akcie a současná situace jednotlivých faktorů k 3.čtvrtletí roku 2012.

3.1 HDP

HDP je nejpoužívanějším ukazatelem zobrazující výkonost dané ekonomiky. Představuje peněžní vyjádření celkové hodnoty statků a služeb vytvořených za dané období na určitém území. Je třeba zmínit, že jde zřejmě o velmi přeceňovaný indikátor. Přece jen to je souhrnný ukazatel a z jediného čísla se těžko pozná, co se opravdu děje v reálné ekonomice. Růst HDP může být navíc realizován z vládního dluhu apod.

Mezi vývojem akciových kurzů a reálným výstupem ekonomiky, měřeným právě HDP případně indexem průmyslové produkce, byl identifikován pozitivní vztah. Uvádí se však, že v krátkém až střednědobém horizontu plní akciové kurzy funkci tzv. předbíhajícího indikátoru ve vztahu k reálnému výstupu ekonomiky [10, str. 316]. Vzhledem k faktu, že akciové kurzy předbíhají vývoj reálné ekonomiky o tři až devět měsíců, nelze údaje, které informují o vývoji reálné ekonomiky, použít k prognóze akciových kurzů. Vysvětlením oné předbíhající funkce je to, že investoři obvykle rozhodují a jednájí na principu očekávání [10, str. 317].

Česká ekonomika se v současnosti pohybuje v recesi, jelikož ukazatel HDP klesal více jak dvě čtvrtletí v řadě. Propad sice není nijak velký, přesto aktuálně panuje nejvyšší nezaměstnanost v novodobé české historii. Prognóza České národní banky (viz Obrázek 4) počítá se záporným HDP i v roce 2013, ale pokles má být stále nižší a v dalším roce se očekává HDP již v plusových číslech kolem 2%.



Obrázek 4: Prognóza HDP

Zdroj: [18]

3.2 Peněžní nabídka

Peněžní nabídka je považována za jeden z nejvýznamnějších faktorů ovlivňující vývoj na akciových trzích. Představuje množství peněz v ekonomice.

Finanční teoretici došli ke shodnému závěru, že růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích. Nejjednodušší vysvětlení nabízí efekt likvidity, jenž ukazuje přímý vliv peněz na akciové kurzy. Umožní-li totiž centrální banka zvýšení peněžní zásoby při zachování stejné poptávky po penězích, investoři tyto prostředky investují částečně i na akciových trzích, což povede ke vzestupu kurzů akcií [7, str. 223].

Množství peněz v české ekonomice stoupl v závěru 3. čtvrtletí meziročně o 154 mld. korun. Šlo o menší přírůstek než ve stejném období let 2011 i 2010. Přesto však procentní růst činil koncem září 2012 proti stejnému období 2011 5,4%, tedy více než činil předchozí meziroční růst srovnatelného období roku 2011 (+4,5%) [21].

3.3 Úrokové sazby

V České republice stanovuje základní úrokové sazby Česká národní banka (dále jen ČNB) a odvíjí se od nich úročení komerčních úvěrů. Jelikož jsme malá, otevřená ekonomika je třeba též sledovat měnovou politiku Evropské centrální banky (dále jen ECB) ve Frankfurtu nad Mohanem a Federálního rezervního systému (dále jen FED) ve Spojených státech amerických. Mimochodem, dle mnohých ekonomů byl FED jednou z hlavních příčin vzniku hypoteční bubliny ve Spojených státech tím, že příliš dlouhou dobu držel úrokové sazby příliš nízko. Podobně v případě současných problémů Španělska, Irska a dalších zemí, ve kterých se buď platí eurem, nebo je jejich měna pevně s kurzem eura svázána, ECB držela úrokové sazby především ve prospěch největších států Německa a Francie, ale právě pro řadu jiných zemí přímo napojených na tyto sazby, byly příliš nízké.

Růst úrokových sazeb způsobuje za jinak nezměněných podmínek pokles tržních cen akcií a naopak. Existují pro to tři vysvětlení. Prvním z nich je značná závislost diskontního faktoru, jenž se používá v procesu ohodnocení akciových instrumentů, právě na výši úrokových sazeb. Druhým vysvětlením je fakt, že vyšší úrokové sazby zvyšují náklady firem na jejich externí financování, což vede ke snížení očekávaných zisků a následným poklesem tržních cen akcií. Další vysvětlení vychází z prokázané skutečnosti, že díky vyšším úrokovým sazbám se zvyšuje poptávka po dluhopisech na úkor akcií [7, str. 224].

V současnosti dosahují v České republice úrokové sazby historicky nejnižších hodnot, kdy se pohybují na tzv. „technické nule“. ČNB plánuje nechat sazby takto nastaveny dlouhodobě, dokud se neprojeví výrazný nárůst inflačních tlaků. V důsledku toho je úročení na českých spořicíh a termínovaných vkladech nízké a těžko překoná inflaci. Dá se očekávat, že stále

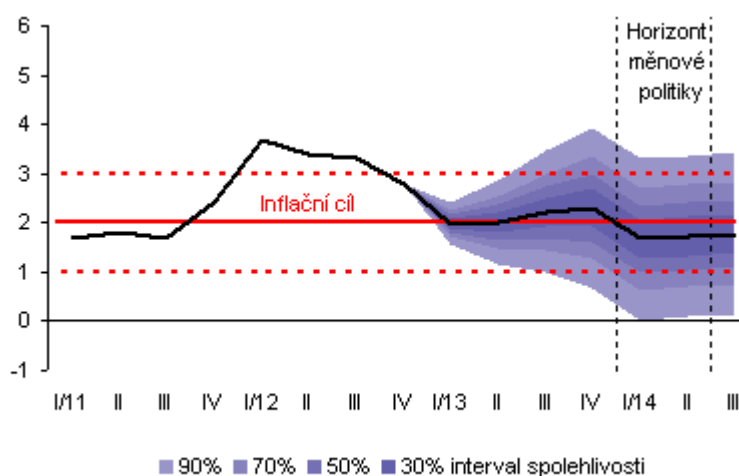
více střadatelů se bude muset poohlédnout po rizikovějších instrumentech s potenciálem vyšších výnosů.

3.4 Inlace

Inlace v podstatě znamená znehodnocení měny neboli všeobecný růst cenové hladiny v čase. Vychází z měření čistých cenových změn pomocí indexů spotřebitelských cen, mírou inflace se poté rozumí procentní přírůstek indexů spotřebitelských cen.

Mezi vývojem inflace a pohybem akciových kurzů byl identifikován negativní vztah, nicméně byl naměřen pouze nízký vliv a existuje i řada teorií, které přímou vazbu mezi inflací a akciovými kurzy popírají nebo dokonce pořadí reagujících veličin zaměňují [10, str. 313-314].

Průměrná míra inflace v roce 2012 dosáhla 3,3%. Tedy nad inflačním cílem ČNB, jenž se pohybuje dlouhodobě na 2%. Nutno dodat, že se na tom v nemalé části podílelo vládní zvýšení daní. V důsledku expanzivních měnových politik a nestandardních kroků většiny světových centrálních bank, se směrem k budoucnu dá očekávat vzrůst inflačních tlaků, ačkoliv v blízké budoucnosti ČNB nic takového nepredikuje (viz Obrázek 5).



Obrázek 5: Prognóza inflace

Zdroj: [18]

3.5 Politické riziko

Finanční trhy jsou v posledních letech vysoce ovlivňovány politickými náladami. Ať už politikařením v Evropě, Asii nebo Spojených státech amerických. Je to v důsledku masivního zadlužení jednotlivých států a zároveň vysokým podílem státu v ekonomice, pochybnými kroky v rámci fiskálních politik (z poslední doby například 75% daň na příjmy přesahující

milion eur ve Francii) i nestandardních měnových politik centrálních bank (např. kvantitativního uvolňování). Další věcí je eurozóna, která má velmi daleko k optimální měnové oblasti a především situace jižních států není a nebude jednoduchá. V každém případě neočekávané politické šoky mají negativní dopad na akciové kurzy. Očekávané politické události by měli již být v kurzech promítnuty.

Důležité pro rok 2013 bude především rozhodování o dluhovém stropu ve Spojených státech amerických, které bylo odsunuto na květen, volby v Itálii, volby v Německu a další kroky největších centrálních bank. V České republice proběhnou parlamentní volby v roce 2014, předčasné volby aktuálně nevypadají pravděpodobně.

4 ODVĚTVOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Po zohlednění globálních faktorů je třeba se soustředit na faktory odvětvové. Odvětvová fundamentální analýza se snaží identifikovat typické jevy a charakteristické rysy konkrétního odvětví, v němž analyzovaná společnost působí a uplatnit tyto poznatky při určování vnitřní hodnoty akcie. Odvětvové faktory mohou leckdy výrazně ovlivňovat tržby a ziskovost firem, především jejich stabilitu a kolísavost. Jednotlivá odvětví reagují různými způsoby na celkový vývoj ekonomiky. Nejvlivnější jsou tyto čtyři odvětvové faktory [7, str. 227]:

- struktura odvětví,
- citlivost odvětví na hospodářský cyklus,
- životní cyklus odvětví,
- vliv státní regulace.

V následujících podkapitolách budou popsány jednotlivé odvětvové faktory i s jejich aplikací na společnost Telefónica Czech Republic, a.s. V této kapitole bude předmětem zájmu především odvětví telekomunikací, ve kterém tato společnost působí.

4.1 Struktura odvětví

Tržní struktura odvětví se určuje podle počtu firem působících v daném odvětví, podle množství a velikosti překážek vstupu do daného odvětví, podle charakteru vyráběných produktů a podle způsobu tvorby cen v odvětví. S ohledem na tyto kritéria lze rozdělit tržní strukturu odvětví na čtyři typy: monopol, oligopol, dokonalá konkurence a nedokonalá konkurence. S ohledem na typ tržní struktury odvětví, která se v různé míře podepisuje pod kolísavost tržeb, zisků a akciových kurzů jednotlivých společností, může analytik zvolit adekvátní postup nebo metodu při zpracování vstupních dat a následném ohodnocování akcie.

Český telekomunikační trh nejvíce připomíná oligopol. Působí v něm pouze tři operátoři, pokud nepočítáme s virtuálními operátory. Ceny za jimi poskytovanými službami sice klesají, ale v porovnání s jinými zeměmi jsou stále poměrně vysoké. Překážky pro vstup nových subjektů do odvětví jsou značné, počínaje nákupem kmitočtů a dalšími nutnými náklady. V současnosti však probíhá právě aukce kmitočtů, která může výrazně ovlivnit telekomunikační trh v České republice. Účastní se ho totiž PPF Mobile Services, za nímž stojí skupina PPF, která usiluje o to stát se čtvrtým mobilním operátorem. Původně se

předpokládalo, že aukce skončí do konce roku 2012, ale probíhá z nespécifikovaných důvodů dodnes.

4.2 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví představuje časovou návaznost vývojových fází, kterými odvětví prochází od svého vzniku. Každá fáze má svá specifika a jejich délka může být různá v závislosti na okolnostech. Životní cyklus odvětví se dělí obvykle na tři na sebe navazující fáze [10, str. 325]:

1. pionýrská fáze,
2. fáze rozvoje,
3. fáze stabilizace.

Pionýrská fáze zahajuje životní cyklus odvětví. V jejím průběhu dochází k prudkému růstu poptávky i tržeb. Tento nadstandardní zisk však přiláká další konkurenci, jež je v této fázi opravdu veliká a je obtížné najít ty firmy, které z ní vyjdou vítězně. To je zapříčiněno faktem, že v odvětví se velmi rychle mění relativní postavení jednotlivých firem, kolísají jejich zisky stejně jako akciové kurzy. Investice do odvětví v pionýrské fázi slibuje sice potencionální vysoký výnos, ale je vysoce riziková a spojena s možným vznikem bublin na kapitálových trzích a jejich nevyhnutelným splasknutím. Po uplynutí určitého času se firmy, které přežijí tuto první fázi, dostávají do fáze rozvoje.

Dosažení fáze rozvoje znamená stabilizaci odvětví. Společnosti se stávají silnějšími a to jak podílem v odvětví, tak i na finančních zdrojích. Jednotlivé akcie již nevykazují tak vysokou volatilitu, protože výrazně klesá volatilita jejich zisků, které z důvodu stále vysoké poptávky nadále rostou avšak již mírnějším tempem.

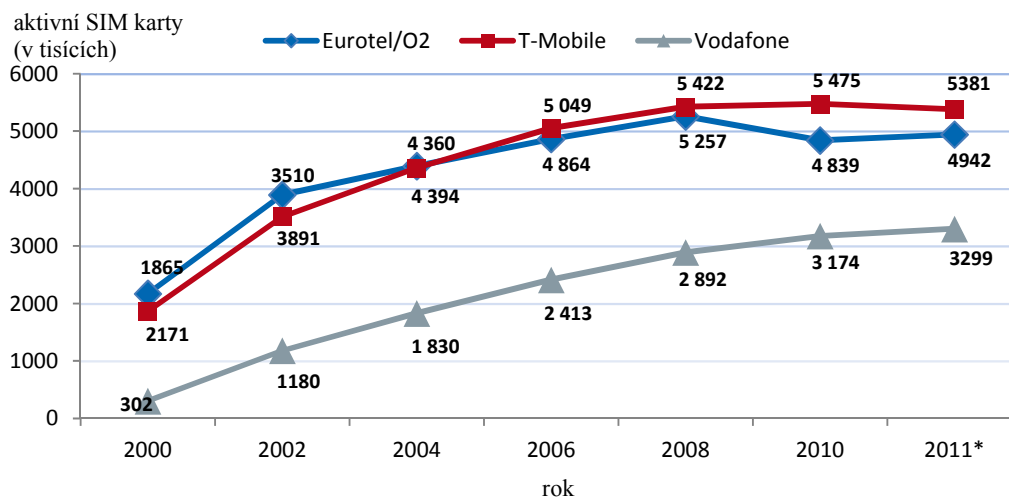
Fáze stabilizace uzavírá životní cyklus odvětví. Typická je pro ni vysoká stabilita tržeb, zisků a tím i akciových kurzů. Rozhodující postavení na trhu mají již zavedené firmy. Rizika investice jsou nízká, nelze tedy ani očekávat vysoký výnos. Postupně odvětví ztrácí schopnost růstu. Poptávka dále neroste a ceny vyráběné produkce klesají. Některé firmy mohou začít odvětví opouštět. Klesají zisky, vnitřní hodnoty a také akciové kurzy.

Telefónica se podle mě nachází ve fázi stabilizace. K tomu mě vede mimo jiné Obrázek 6, ukazující počet aktivních SIM karet v čase a především fakt, že čistý zisk společnosti rostl za posledních pět let velmi pomalu a v roce 2011 došlo dokonce k jeho poklesu (viz Tabulka 3).

Tabulka 3: Vývoj čistého zisku společnosti Telefónica Czech Republic, a.s.

rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011
čistý zisk (v mil. Kč)	8020	10386	11627	11666	12280	8684

Zdroj: [30]



* Údaj za Vodafone se vztahuje ke 3.Q 2011

Obrázek 6: Aktivní SIM karty podle operátorů (v tisících)

Zdroj: [20]

4.3 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Jednotlivá odvětví jsou hospodářským cyklem ovlivňována různě. Podle míry citlivosti odvětví se rozlišují [6, str. 348]:

- cyklická odvětví,
- neutrální odvětví,
- anticyklická odvětví.

Cyklická odvětví jsou typická tím, že vývoj jejich zisků, tržeb a akciových kurzů víceméně kopíruje hospodářský cyklus. Společnosti z tohoto odvětví v období expanze dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků, naopak v recesi jsou zpravidla těžce zasaženy, protože jejich zisky a tržby klesají, jelikož jejich produkty ztrácejí na úkor levnějších substitutů či spotřebitelé odkládají jejich pořízení na pozdější dobu. Mezi cyklická odvětví patří např. stavebnictví, automobilový a oděvní průmysl a další.

U neutrálních odvětví nelze najít silnější vazbu mezi jejichmi hospodářskými výsledky na jednotlivé fáze hospodářského cyklu. Jedná se především o odvětví nezbytných statků (potravinářský a farmaceutický průmysl) nebo o odvětví vyrábějící produkty s nízkou

cenovou elasticitou (cigarety a alkohol). V období poslední globální finanční krize však i neutrální akcii výrazně ztrácely na své hodnotě [6, str. 348].

Anticyklická odvětví dosahují nejlepších výsledků pravidelně v období recese. Patří sem odvětví, která mohou nabídnout zastupitelný lacinější substitut oproti dražším produktům cyklických odvětví. Jako klasický příklad se uvádí kabelová televize, jež představuje alternativu činností s vyššími náklady jako je třeba cestování nebo navštěvování kina.

Telekomunikační odvětví patří podle mého názoru na rozhraní cyklického a neutrálního odvětví. Připojení k internetu a volání se dají dnes víceméně považovat za nezbytné statky, na druhou stranu v horších časech bude v tomto odvětví vždy existovat výrazný tlak na snižování cen.

4.4 Vliv státní regulace

Státní regulace je i ve vyspělých zemích v některých odvětvích významným faktorem, přičemž může nabývat různých podob [6, str. 349].

Jako první způsob státní regulace lze uvést vládní stanovování cen některých výrobků nebo služeb v podobě určení maximálních cen. Typickým příkladem jsou veřejně prospěšné služby jako distribuce elektrické energie a plynu. Tato regulace ovlivňuje ziskovou marži společností a potažmo tedy i kurzy akcií. Na druhé straně přispívá k menšímu kolísání zisku společností a díky tomu mohou být jejich akcie považovány za méně rizikové.

Další státní regulace představuje omezování vstupu do odvětví udělováním licenčních podmínek, což má zpravidla pozitivní vliv na již působící firmy v tomto regulovaném odvětví, jelikož je to chrání před vstupem konkurence a umožňuje jim dosahovat vyššího zisku.

Negativní pro společnosti je ten typ regulace, který vede k dodatečným nákladům. Sem jdou zařadit například náklady spojené s ochranou životního prostředí. Konkrétním příkladem může být například povinnost mít ve smíšených restauracích stavebně oddělené kuřácké a nekuřácké prostory.

Posledním typem vládních zásahů je subvenční či dotační politika. Dotace a subvence zkreslují efektivnost jednotlivých společností, nehledě na to, že když se ve velkém přerozdělují cizí peníze, vznikne velký prostor pro korupci a neefektivnost.

Český telekomunikační trh je regulován Českým telekomunikačním úřadem. Ten pořádá výběrová řízení na využívání volných telekomunikačních frekvencí či reguluje velkoobchodní

ceny za ukončení volání v mobilních sítích. Telekomunikačních společností se také týká regulace cen mezinárodního roamingu. Hrozbou do budoucna je zesílení regulací, především ze strany orgánů Evropské unie.

5 PODNIKOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Podniková fundamentální analýza představuje analýzu jednotlivých akciových titulů. Má za cíl ohodnotit zejména podnikové charakteristiky a faktory, jež se týkají konkrétní akcie a jejich dopad na vnitřní hodnotu této akcie, kterou se analytici v této fázi pokouší spočítat na základě množství metod a modelů vytvořených finanční teorií. Kalkulace vnitřní hodnoty je při ohodnocování akcií klíčová. Globální a odvětvové faktory jsou sice též důležité a nelze je ignorovat, ale úspěch investora, při použití fundamentální analýzy, je především závislý na jeho schopnosti rozpoznat podhodnocené a nadhodnocené akciové tituly [9, str. 16-20].

Mezi metody podnikové fundamentální analýzy patří:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely,
- cash flow modely,
- bilanční modely,
- historické modely.

Podle Veselé jsou nejpropracovanější, nejpřesnější a nejkompexnější modely respektující časovou hodnotu peněz. To splňují dividendové diskontní modely, ziskové modely a cash flow modely [10, str. 340]. V rámci těchto tří modelů se bude v této kapitole počítat s těmi nejpoužívanějšími a pro zvolený akciový titul nejvhodnějšími metodami. Na základě výpočtu bude stanovena vnitřní hodnota akcie, porovnána s tržním kurzem a stanovena investiční doporučení ve stylu koupit, držet nebo prodat.

5.1 Představení společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s.

Společnost Telefónica O2 Czech Republic, a.s. vznikla 1. července 2006 spojením společností ČESKÝ TELECOM, a.s. a Eurotel Praha, spol. s r.o. Téměř 70% společnosti vlastní skupina Telefónica, S. A. Zbytek je volně obchodován na BCPP, RM-systému a Londýnské burze. V rámci skupiny Telefónica, S. A. spadá do skupiny Telefónica Europe, která kromě České republiky působí také ve Velké Británii, Irsku, Německu a Slovensku.

Telefónica je největším integrovaným telekomunikačním operátorem v České republice. Poskytuje komplexní nabídku hlasových, datových a internetových služeb v oblasti pevných linek a mobilních telefonů. Nabízí také digitální televize a je angažovaná v IT a ICT službách.

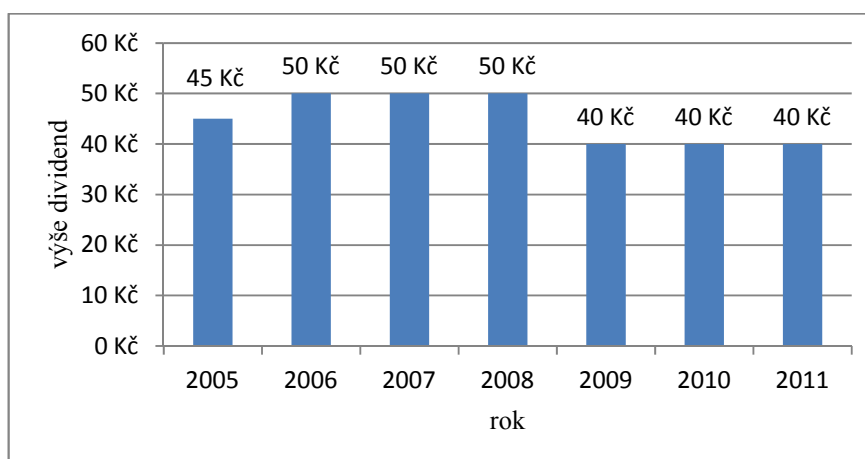
Pro zákazníky vystupuje pod značkou O2 [31]. Telefónica má na BCPP, na trhu Prime vydáno celkem 322 089 890 kusů akcií o nominální hodnotě 87 Kč [17].

5.2 Důležitá vstupní data

Pro provedení jednotlivých metod je třeba si opatřit a spočítat některá vstupní data, která budou v dalším průběhu výpočtů potřeba. Nejprve bude stanoven kurz akcie Telefónica, jenž bude porovnáván s vypočítanými vnitřními hodnotami. Podle toho se určí, zda je akcie podhodnocená či nadhodnocená. Uzavírací tržní cena 15. 2. 2013 byla 308 Kč [25].

Míra růstu dividend

Míru růstu dividend (g) lze vypočítat několika způsoby. V této práci bude tato hodnota získána na základě metody historické míry růstu. Na Obrázku 7 jsou uvedeny dividendy vyplacené společností Telefónica od roku 2005, kdy došlo ke změně vlastníka, až do roku 2011.



Obrázek 7: Dividendy vyplacené společností Telefónica (2005-2011)

Zdroj: [28]

Historická míra růstu dividend se počítá na základě historických dat o vyplacených dividendách konkrétních společností. Minulé míry růstu slouží pro odhad míry růstu dividend do budoucnosti. Existuje několik postupů, lišících se v nárocích na vstupní data a vypovídající schopností [10, str. 60]. Zde se bude počítat podle postupu, při kterém se z vypočtených ročních měr růstu dividend kalkuluje průměrná míra růstu dividend (viz Tabulka 4).

Pro průměrování jednotlivých měr růstu byl použit nejprve aritmetický průměr, který vyšel -1,5%. U aritmetického průměru je třeba mít na paměti jeho citlivost na výskyt extrémních dat, při kterém ztrácí svou vypovídající schopnost, což ale v případě společnosti Telefónica není problém, vzhledem k nízkým odchylkám výše jejich dividend. To potvrdila i nevelká

odchylka od geometrického průměru, který vyšel -1,9%. Nakonec byl počítán vážený aritmetický průměr, pro který byly stanoveny váhy jednotlivým hodnotám dividend s tím, že tyto váhy směrem k aktuálnějším hodnotám rostly, konečný výsledek činil -3,2%.

Tabulka 4: Vypočtené historické míry růstu dividend (2005-2011)

rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
dividenda	45	50	50	50	40	40	40
změna [%]	x	11,1	0,0	0,0	-20,0	0,0	0,0
váha	x	0,04	0,08	0,12	0,18	0,25	0,33
AP [%]	-1,5						
GP [%]	-1,9						
VAP [%]	-3,2						

Zdroj: vlastní výpočty

Vysvětlivky: AP je aritmetický průměr, GP je geometrický průměr a VAP je vážený aritmetický průměr

Vzhledem k nízkým odchylkám vypočtených průměrů, poměrné dlouhodobé stabilitě výše jednotlivých dividend a faktu, že u jiných postupů dělá potíže jednak to, že v posledním roce Telefónica vyplatila, vzhledem k nedostatečnému čistému zisku, 13 Kč z celkové 40 Kč dividendy ve formě snížení základního kapitálu a pak také to, že tzv. výplatní poměr společnosti je více jak 100 %, čemuž bude věnována pozornost v dalším textu, byla hodnota pro další výpočty určena jednoduchým aritmetickým průměrem tří vypočítaných hodnot. Míra růstu dividend společnosti Telefónica byla tedy stanovena na -2,2%.

Požadovaná výnosová míra

Požadovaná výnosová míra (k) je nezbytným nástrojem při převodu budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu a její co nejpřesnější stanovení je důležité pro relevantnost vypočítané vnitřní hodnoty. Zohledňuje jak náklady obětované příležitosti a inflaci, tak úroveň rizika a likvidity spojených s analyzovaným instrumentem. Nárůst rizika a pokles likvidity by měl vést k růstu požadované výnosové míry. Existuje několik možností, jak tuto míru stanovit. Nejznámější a nejvyužívanější je CAMP (model oceňování kapitálových aktiv) model. Ten matematicky a graficky definuje vztah mezi očekávaným výnosem a systematickým rizikem [10, str. 424-427]. Jeho vzorec vypadá následovně:

$$k = R_f + \beta(r_m - R_f) \quad (1)$$

kde: k je požadovaná výnosová míra,

R_f je bezriziková výnosová míra,

β je beta faktor,

r_m je tržní výnosová míra produkovaná tržním indexem.

Bezriziková výnosová míra byla spočítána jako aritmetický průměr posledních deseti emitovaných pokladničních poukázek s dobou splatnosti jeden rok, které se považují za téměř bezrizikový instrument a jsou zaznamenány na stránkách ČNB [19]. Vychází 0,53%.

Tržní výnosová míra produkovaná tržním indexem byla určena díky indexu PX a jeho ročním závěrečným hodnotám v posledních deseti letech (viz Tabulka 5), opět za pomoci aritmetického průměru procentuálních změn hodnot indexu v jednotlivých letech. Tržní výnosová míra r_m je tedy rovna 10,80%.

Tabulka 5: Roční závěrečné hodnoty indexu PX v letech 2003-2012

rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PX	659,1	1032	1473	1588,9	1815,1	858,2	1117,3	1224,8	911,1	1038,7
změna [%]	x	56,60	42,70	7,90	14,20	-52,70	30,20	9,60	-25,60	14,00
AP [%]	10,80									

Zdroj: vlastní výpočty založené na [15]

Beta faktor představuje systematické, neboli tržní riziko. Vyjadřuje závislost konkrétního cenného papíru na tržním indexu. Tato hodnota byla převzata od analytiků společnosti Patria, kteří uvádějí, že $\beta = 0,42$ [26].

Ted' již lze přistoupit k samotnému výpočtu k pomocí CAMP modelu. Po dosazení vypočítaných hodnot vychází požadovaná výnosová míra 4,84%.

$$k = 0,0053 + 0,42(0,108 - 0,0053) = 0,0484 = 4,84\%$$

Dividendový výplatní poměr

Dividendový výplatní poměr (p), neboli payout ratio, ukazuje, kolik peněz ze svého zisku společnosti používají na výplatu dividend. Jak již bylo v předchozím textu naznačeno, Telefónica má tento poměr vyšší než 100%, což by měl být standardně alarmující signál pro investory, v tomto případě je však polehčující okolností to, že vysoké výplatní poměry v telekomunikačním sektoru nejsou nijak výjimečné. Telefónica sice vykazuje nižší zisk, ale je schopna generovat dostatek hotovosti na vyplacení dividend, což vede ke krokům, jako bylo například vyplacení části dividendy formou snížení základního kapitálu společnosti. Hodnota dividendového výplatního poměru se vypočítá jako podíl dividendy na akcii a zisku

na akcii (E_0). Dividenda činila 40 Kč a zisk na akcii 27 Kč [31]. Výsledná hodnota payout ratio vychází 1,48148, tedy 148,2%.

Předpokládaný čistý zisk na akcii

Předpokládaný čistý zisk za rok 2012 byl stanoven pomocí aritmetického průměru odhadů analytiků Cyrrus [22] a analytiků Fio banky [23]. Výsledek je 6 658 000 000 Kč. Předpokládaný čistý zisk na akcii (E_1) byl pak obdržen tak, že byl tento výsledek vydělen počtem emitovaných akcií. Vychází hodnota 20,67 Kč.

Rentabilita vlastního kapitálu

Poslední vstupní údaj, který je pro další výpočty potřeba, je rentabilita vlastního kapitálu (ROE). Je to ukazatel návratnosti vlastního kapitálu a vypočítá se jako podíl čistého zisku a vlastního kapitálu. Telefónica uvádí svůj vlastní kapitál na hodnotě 69 097 000 000 Kč [31]. ROE poté vychází 12,57%.

Shrnutí výsledků

Na závěr je přiložena Tabulka 6 s přehledem vstupních údajů vypočítaných v této podkapitole.

Tabulka 6: Hodnoty finančních ukazatelů pro další výpočty

tržní kurz společnosti Telefónica k 15.2 2013	308 Kč
počet vydaných akcií	322 089 890 ks
dividendový výplatní poměr (p)	1,48148
míra růstu dividend (g)	-2,20%
požadovaný výnosová míra (k)	4,84%
čistý zisk na akcii (E_0)	27 Kč
předpokládaný čistý zisk na akcii (E_1)	21 Kč
ROE	12,57%

Zdroj: vlastní výpočty

5.3 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely patří mezi tradiční a zároveň nejčastěji používané metody určování vnitřních hodnot akcií. Jsou založeny na principu diskontování očekávaných peněžních toků z akcie na jejich současnou hodnotu, což znamená, že vnitřní hodnota akcie představuje její současnou hodnotu [7, str. 231].

Podle předpokládané doby držby akcie se rozlišují:

- dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby,
- dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby.

Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby jsou využívány pro ohodnocování aktiv, u kterých je v blízké budoucnosti uvažováno o prodeji. Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby se naopak využívají k ohodnocení akcií, u kterých se v současnosti nebo blízké budoucnosti o jejich prodeji neuvažuje [10, str. 340-341].

Podle charakteru míry růstu dividend se rozlišují:

- jednostupňové dividendové diskontní modely,
- víceetapňové dividendové diskontní modely.

Jednostupňové dividendové diskontní modely

Tyto modely operují s jedinou konstantní mírou růstu (poklesu) dividend po celé uvažované období držby akcie. Jde o nejznámější a nejvíce využívanou verzi dividendového diskontního modelu, v čele se jednostupňovým dividendovým diskontním modelem s nekonečnou dobou držby, který je též často označován podle svého tvůrce jako Gordonův model. Ten je vhodnou metodou především pro hodnocení akcií takových společností, které jsou ve fázi dospělosti svého životního cyklu, nebo jsou z neutrálních, monopolních či regulovaných odvětví. Dále je nutné, aby očekávaná míra růstu dividend byla nejen konstantní, ale i nižší než požadovaná výnosová míra [10, str. 344-349]. Dle mého názoru Telefónica podmínky splňuje. Jednodušší podobu Gordonova modelu i s již konkrétními výpočty znázorňuje vzorec:

$$VH = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g} = \frac{40(1 - 0,022)}{0,0484 + 0,022} = 555,7 \text{ Kč} \quad (2)$$

kde: D_1 je očekávaná dividenda na akcii,

D_0 je běžná dividenda na akcii,

k je požadovaná výnosová míra,

g je míra růstu dividend.

Vnitřní hodnota se rovná 555,7 Kč a podle tohoto modelu lze tedy akcii prohlásit za podhodnocenou.

Pro úplný obrázek hodnověrnosti Gordonova modelu je třeba uvést jeho největší nedostatky. Jde především o velkou citlivost na vstupní data. Pokud by bylo například počítáno s očekávanou dividendou 35 Kč na akcii, tak by vnitřní hodnota vyšla 497 Kč, tedy

zhruba o 10% nižší číslo. Mezi další slabiny patří značně nereálný předpoklad konstantních vstupních veličin a relevantní možnost uplatnění modelu jen u některých společnostech.

5.4 Ziskové modely

Ziskové modely pracují s čistým ziskem společnosti a jsou velmi oblíbené při výpočtech vnitřních hodnot akcií či pro porovnávání s doporučenými hodnotami nebo jinými akciemi. Nejznámější dva ukazatele odvozené ze ziskových modelů jsou P/E ratio a P/BV ratio.

5.4.1 Metody založené na ukazateli P/E ratio

Ukazatel P/E (price to earnings) ratio patří mezi nejznámější a nejfrekventovanější ukazatele v investiční sféře vůbec. Jde o poměr ceny akcie a čistého zisku na akcii. Znázorňuje tedy, kolika násobek zisku společnosti se platí za její akcie. Existuje řada typů ukazatelů založených na tomto ukazateli, jenž se liší druhem zisku i akciového kurzu. V následujícím textu se bude počítat s běžným P/E ratio a normálním P/E ratio.

Běžné P/E ratio

Ukazatel běžné P/E je dán poměrem aktuálního kurzu akcie a posledního zveřejněného zisku na akcii. Pravidelně se objevuje v kurzovních listcích. Gladiš doporučuje, aby jeho hodnota byla menší než 15. Čím je hodnota větší, tím je akcie dražší a naopak. Vyšší hodnota musí být ospravedlnitelná jinými faktory jako například vysoký očekávaný zisk, jinak nemá smysl uvažovat o nákupu takovýchto akcií [2, str. 79].

Vzorec pro výpočet je následující:

$$(P/E)_B = \frac{P_0}{E_0} = \frac{308}{27} = 11,4 \quad (3)$$

Výsledek je 11,4, což nepřekračuje doporučovanou hodnotu 15, a proto lze hodnotit tento ukazatel společnosti Telefónica pozitivně.

Normální P/E ratio

Normální P/E ratio se odvozuje podle Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu. Výsledný vzorec vypadá následovně:

$$(P/E)_N = \frac{P_0}{E_1} = \frac{p}{k - g} = \frac{1,48148}{0,0484 + 0,022} = 21,04 \quad (4)$$

Z tohoto údaje lze vzápětí vypočítat vnitřní hodnotu akcie za pomoci očekávaného čistého zisku na akcii:

$$VH = (P/E)_N * E_1 = 21,04 * 21 = 441,8Kč \quad (5)$$

Vnitřní hodnota vychází 441,8 Kč. Je vyšší než tržní kurz akcie Telefónica ve zvolený den a tím pádem dle tohoto modelu je akcie podhodnocená.

5.4.2 Metody založené na ukazateli P/BV ratio

Ukazatel P/BV (price to book) ratio slouží k označení poměru mezi cenou a účetní hodnotou podniku. Jinými slovy říká, kolik korun je třeba zaplatit za jednu korunu majetku.

Běžné P/BV ratio

Podle Gladiše by neměl být tento ukazatel vyšší než 1,5, čímž se výrazně snižuje riziko investice. Účetní hodnota společnosti je jakási kotva v oceňování jejich akcií. Zároveň je třeba mít na paměti, že se účetní hodnota, díky účetním pravidlům, pouze přibližně rovná hodnotě tržní [2, str. 82-83]. Záleží také na odvětví. V bankovníctví by měla být vypovídající schopnost ukazatele P/BV ratio nižší než v například v těžařských odvětvích, takže není vhodné v tomto případě srovnávat společnosti napříč odvětvími.

Běžné P/BV ratio lze vypočítat následujícím způsobem:

$$(P/BV)_B = \frac{P_0}{BV_0} \quad (6)$$

kde: BV_0 je běžná účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii.

BV_0 byl spočítán jako podíl vlastního kapitálu na počet akcií. Vlastní kapitál společnosti činil za rok 2011 69 097 000 000 Kč [31]. Ostatní potřebné hodnoty jsou uvedeny v Tabulce 7. Běžné P/BV vychází 1,44 a ještě se tedy vejde pod doporučovanou hodnotu 1,5.

Normální P/BV ratio

Normální P/BV ratio vychází podobně jako ukazatel Normální P/E ratio z Gordonova modelu a jeho výsledná podoba je následující:

$$(P/BV)_N = \frac{ROE * p}{k - g} \quad (7)$$

Všechny ukazatele jsou již i s příslušnými hodnotami uvedeny v předcházejícím textu a lze tedy vypočítat:

$$(P/BV)_N = \frac{0,1257 * 1,48148}{0,0484 + 0,022} = 2,65$$

Z tohoto údaje lze, s pomocí očekávané účetní hodnoty vlastního kapitálu na akcii (BV_1), vypočítat vnitřní hodnotu akcie. Očekávaná účetní hodnota vlastního kapitálu byla vypočítána tak, že byla vynásobena průměrná míra růstu vlastního kapitálu, jejíž výpočet je znázorněn

v Tabulce 7, s výší vlastního kapitálu v roce 2011 a následně tato výše vlastního kapitálu přičtena k vypočítané hodnotě, což vychází 65 545 000 000 Kč. Poté byla vypočítaná hodnota vydělena počtem emitovaných akcií společnosti. BV_1 je tedy 203,5.

Tabulka 7: Meziroční změny vlastního kapitálu společnosti Telefónica (v milionech)

rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
vlastní kapitál	94 975	88 481	82 792	78 168	73 879	73 176	69 097
změna [%]	x	-6,84	-6,43	-5,59	-5,49	-0,95	-5,57
AP [%]	-5,14						

Zdroj: vlastní výpočty založené na [31]

Teď jsou již známe všechny potřebné údaje a lze přistoupit k samotné kalkulaci vnitřní hodnoty:

$$VH = (P / BV)_N * BV_1 = 2,65 * 203,5 = 539,3Kč \quad (8)$$

kde: BV_1 je očekávaná účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii.

Vnitřní hodnota vychází 539,3 Kč a i podle tohoto modelu lze akcii prohlásit za podhodnocenou.

5.5 Cash flow modely

Nedostatkem dividendových diskontních modelů a modelů ziskových je fakt, že pracují pouze s tou částí čistého zisku, který je vyplacen akcionářům, tedy čistým ziskem na akcii. Zbylé volné peněžní prostředky, které zůstanou ve společnosti, tyto modely nereflektují do hodnoty budoucích příjmů. Výsledné vypočítané hodnoty tak podle některých analytiků představují pouze část skutečné hodnoty společnosti, a pokud analytik chce stanovit úplnější vnitřní hodnotu akcie, měl by aplikovat zhodnocovací postupy, které nabízejí modely operující s cash flow. Existují různé modifikace těchto modelů. Za nejvýznamnější je považován model Free Cash Flow to Equity [9, str. 281].

Free Cash Flow to Equity

Model Free Cash Flow to Equity (dále jen FCFE) stanovuje vnitřní hodnotu akcie za pomoci údajů o volných peněžních prostředcích, které společnosti zůstanou z čistého zisku, zvýšeného o odpisy a poskytnuté cizí zdroje, po úhradě závazků společnosti. Výsledkem je veličina FCFE. Přesný výpočet této veličiny je možné vyjádřit následovně [9, str. 282]:

$$\text{Free Cash Flow to Equity} = \text{Čistý zisk}$$

- + Odpisy
- Investiční výdaje
- Změna v pracovním kapitálu
- Splátky dluhů
- + Nové emise dluhových instrumentů

Konkrétní výpočet veličiny FCFE společnosti Telefónica, s doplněním o výpočet ukazatele FCFE na akcii, který se spočítá vydělením FCFE počtem emitovaných akcií společnosti, je zobrazen v Tabulce 8.

Tabulka 8: Výpočet veličiny Free Cash Flow to Equity

Čistý zisk	8 684 000 000 Kč
+ Odpisy	11 207 000 000 Kč
- Investiční výdaje	5 802 000 000 Kč
- Změna v pracovním kapitálu	1 465 000 000 Kč
- Splátky dluhů	130 000 000 Kč
+ Nové emise dluhových instrumentů	74 000 000 Kč
FCFE	12 568 000 000 Kč
Počet vydaných akcií	322 089 890
FCFE na akcii	39,02 Kč

Zdroj: [31]

Model FCFE má několik verzí, které jsou do určité míry podobné metodám odvozených od dividendových diskontních modelů. Avšak místo dividend je zde použita veličina FCFE, které se většinou od hodnoty dividend liší, v případě společnosti Telefónica je rozdíl malý, ale je třeba vzpomenout fakt, že společnost vyplatila 13 Kč z celkové 40 Kč dividendy ve formě snížení kapitálu, takže veličina FCFE vychází zhruba o 12 Kč větší nežli částka na dividendy, vyplacená ze zisku společnosti. Pro firmy v poslední fázi životního cyklu, kam Telefónica patří, by mělo být nejvhodnější použít jednostupňový FCFE model s konstantním růstem, jenž lze zapsat takto:

$$VH = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_0 * (1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}} \quad (9)$$

kde: $FCFE_1$ je očekávaná hodnota veličiny FCFE v příštím roce,

$FCFE_0$ je běžná hodnota veličiny FCFE v běžném roce,

g_{FCFE} je míra růstu veličiny FCFE.

Je tedy nutné získat hodnotu míry růstu veličiny FCFE. Tu lze zjistit jako změnu čistého peněžního toku z provozní činnosti v čase, měřenou aritmetickým průměrem. Konkrétní hodnoty ukazuje Tabulka 9, z níž vychází $g_{FCFE} = -3,36\%$.

Tabulka 9: Výpočet míry růstu veličiny FCFE

rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011
čistý peněžní tok z provozní činnosti	24456	23899	21842	21163	21739	20532
změna [%]	x	-2,28	-8,61	-3,11	2,72	-5,55
AP [%]	-3,36					

Zdroj: [29]

Teď již nic nebrání výpočtu vnitřní hodnoty akcie dle jednodušového modelu FCFE:

$$VH = \frac{39,02 * (1 - 0,0336)}{0,0484 + 0,0336} = 459,7Kč$$

Dle tohoto modelu vyšla vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica 459,7 Kč, a jelikož je vyšší než její tržní hodnota ve stanovený den, tak se dá prohlásit tržní cena akcie za podhodnocenou.

5.6 Shrnutí vypočítaných výsledků

Všechny vypočítané výsledky jsou uspořádány a porovnány s tržní cenou akcie společnosti Telefónica ke dni 15.2.2013 v Tabulce 10. Ve všech případech vyšlo, že akcie je podhodnocená a to s poměrně slušným bezpečnostním polštářem či případně, že vyhovuje doporučeným kritériím.

Na závěr této kapitoly bude stanovena výsledná vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica, a to za pomoci váženého průměru vypočtených vnitřních hodnot. Zvolený postup zobrazuje Tabulka 11.

Gordonův model je velmi citlivý na vstupní data a schopnosti analytika. Důležitý je odhad očekávaných dividend, což může být leckdy obtížné. Například u společnosti Telefónica se očekává směrem k budoucnu pokles dividendy, ale je otázka jak brzy k němu skutečně dojde. Tomuto modelu přiřadím o něco nižší váhu, nežli by tomu bylo při ohodnocení pomocí aritmetického průměru.

U modelu FCFE může být problematický výpočet míry růstu této veličiny, jenž byl stanoven jako aritmetický průměr změny čistého peněžního toku z provozní činnosti v čase, což nemusí být zcela přesné. Tomuto modelu je zde přiřazena stejná váha, jakou má Gordonův model.

Tabulka 10: Výsledky podnikové fundamentální analýzy

Modely	Tržní cena akcie	Vypočítaná vnitřní hodnota	Vlastnost akcie	Doporučení	Bezpečnostní polštář
Gordonův model	308 Kč	555,7 Kč	Podhodnocená	Koupit	80,4%
VH P/E ratio		441,8 Kč	Podhodnocená	Koupit	43,4%
VH P/BV ratio		539,3 Kč	Podhodnocená	Koupit	75,1%
FCFE model		459,7 Kč	Podhodnocená	Koupit	49,3%
Poměrové ukazatele					
		Vypočítaná hodnota	Doporučená hodnota	Verdikt	
		P/E ratio	11,4	<15	Splňuje
		P/BV ratio	1,44	<1,5	Splňuje

Zdroj: vlastní výpočty

Ziskové modely jsou poměrně snadnou a důvěryhodnou metodou, přiřadí se jim tedy o něco vyšší váha než u zbylých dvou modelů.

Tabulka 11: Výpočet výsledné vnitřní hodnoty akcie dle podnikové analýzy

	Gordonův model	VH P/E ratio	VH P/BV ratio	FCFE model
VH	555,7 Kč	441,8 Kč	539,3 Kč	459,7 Kč
Váha	0,2	0,3	0,3	0,2
Výsledná vnitřní hodnota akcie		497,4 Kč		

Zdroj: vlastní výpočty

Výsledná vnitřní hodnota akcie společnosti Telefónica k 15. 2. 2013 podle podnikové fundamentální analýzy vyšla 497,4 Kč a je tedy značně podhodnocená a investiční doporučení by znělo koupit či držet. Bezpečnostní polštář dosahuje výše kolem 60% a i to lze hodnotit velmi pozitivně. Avšak je třeba připomenout, že tato vnitřní hodnota se vztahuje k podnikové analýze a nereflakuje v sobě dostatečné informace, okolnosti a vlivy plynoucí z globální a odvětvové fundamentální analýzy.

ZÁVĚR

V bakalářské práci jsem nejprve stručně popsal nejběžnější přístupy k ohodnocování akciových kurzů. Posléze jsem se věnoval samotné fundamentální analýze akcií a jejím jednotlivým fázím, nejprve jejich teoretickou charakteristikou s následnou aplikací na akcie společnosti Telefónica.

Výsledek podnikové fundamentální analýzy jsem stanovil jako vážený průměr jednotlivě vypočtených vnitřních hodnot, k nimž jsem dospěl na základě použití různých metod ohodnocování akcií. Konečná vnitřní hodnota akcie analyzované společnosti Telefónica ke stanovenému dni 15. února 2013 vyšla jako podhodnocená se slušným bezpečnostním polštářem. Stanovil jsem tedy investiční doporučení znějící držet nebo koupit. Avšak je třeba mít na paměti i další dvě fáze fundamentální analýzy a to odvětvovou fundamentální analýzu a globální fundamentální analýzu, které ve vypočítané vnitřní hodnotě nejsou v dostatečné míře obsaženy. Během odvětvové fundamentální analýzy jsem došel k závěru, že odvětví telekomunikací, v němž se společnost Telefónica pohybuje, je ve fázi stabilizace a nemá dlouhodobě velkou růstovou perspektivu. Dá se spíše očekávat pokles marží a nevyhnutelně i pokles dividend. Celý proces by mohl urychlit příchod čtvrtého operátora, ale kdy a jestli vůbec k tomu dojde, není zdaleka jisté. V rámci globální fundamentální analýzy jsem upozornil na aktuální propad HDP v České republice a taktéž na různá rizika, především politická, jelikož politická rozhodnutí mají v současnosti na finančních trzích značnou váhu. Na druhé straně, základní úrokové sazby na technické nule, růst peněžní nabídky a nestandardní praktiky centrálních bank po celém světě by mohli mít na akciové kurzy pozitivní dopad, i když na BCPP je stále problém s nízkou likviditou.

Vzhledem k uvedeným faktorům bude skutečná vnitřní hodnota analyzované akcie o něco nižší, než jsem vypočítal v poslední kapitole. Její přesné stanovení by bylo již však krajně subjektivní. Myslím, že i přesto jde o akcii podhodnocenou, avšak bezpečností polštář nebude jistě tak velký a je třeba mít se na pozoru především před poklesem dividendy, k němuž v příštích letech pravděpodobně dojde a pak také je nutné sledovat vývoj situace v telekomunikačním odvětví.

Věřím, že se mi podařilo v této práci splnit stanovené cíle. Shrnul jsem současné přístupy k fundamentální analýze akcií a provedl jsem fundamentální analýzu společnosti Telefónica s výsledným investičním doporučením. Využití a relevantnost jednotlivých výsledků a závěrečného investičního doporučení pochopitelně výrazně klesá s přibývajícím časem. Se zveřejněním nových finančních výsledků či změny politiky společnosti Telefónica, s novými

informacemi o dění v telekomunikačním odvětví a vývojem globálních faktorů se bude vnitřní hodnota s vysokou pravděpodobností měnit.

POUŽITÁ LITERATURA

Literární zdroje

- [1] DUSPIVA, Pavel a TETŘEVOVÁ, Liběna. *Kapitálové trhy: pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3., (upr. a dopl.). Pardubice: Univerzita Pardubice, 2006. 185 s. ISBN 80-7194-896-9.
- [2] GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. 174 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1205-9.
- [3] GRAHAM, Benjamin a ZWEIG, Jason. *Inteligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 503 s. Investice. Finance. ISBN 978-80-247-1792-0.
- [4] JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. Finanční trhy a instituce. Finance. ISBN 978-80-247-2963-3.
- [5] KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 5., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2008. 287 s. Investice. Finance. ISBN 978-80-247-2559-8.
- [6] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [7] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011. 689 s. Ekonomie. ISBN 978-80-7418-128-3.
- [8] TALEB, Nassim. *Černá labuť: následky vysoce nepravděpodobných událostí*. Vyd. 1. Praha: Paseka, 2011. 478 s. ISBN 978-80-7432-128-3.
- [9] VESELÁ, Jitka. *Analýzy trhu cenných papírů. II. díl, Fundamentální analýza*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1.
- [10] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Internetové zdroje

- [11] Akcie a dividendy; *Co to jsou dividendy* [online]. [cit. 6. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.akcieadividendy.cz/co-jsou-to-dividendy/>>.
- [12] Akciecz; *Hysterické masy* [online]. 2011 [cit. 5. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.akciecz.cz/news/hystericke-masy-treti-cast-interview-s-andre-kostolanym/>>.

- [13] Akcie; *Investování v ČR* [online]. [cit. 6. únor 2013]. Dostupné z WWW: <<http://www.akcie.cz/radce-investora/investice-zaklady/cz/>>.
- [14] Akcie; *Víte, co všechno ovlivňuje kurzy akcií?* [online]. 2008 [cit. 13. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.akcie.cz/odborne-clanky/39132-vite-co-vsechno-ovlivuje-kurzy-akcii/>>.
- [15] BCPP; *Burzovní indexy* [online]. 2013 [cit. 25. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.bcpp.cz/Statistika/Burzovni-Indexy/Detail.aspx?bi=1>>.
- [16] BCPP; *Profil burzy* [online]. [cit. 6. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>>.
- [17] BCPP; *Telefónica CR* [online]. [cit. 17. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0009093209#KL>>.
- [18] Česká národní banka; *Aktuální prognóza ČNB* [online]. 2013 [cit. 12. únor 2013]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/>.
- [19] Česká národní banka; *Seznam emitovaných pokladničních poukázek a poukázek ČNB* [online]. [cit. 25. únor 2013]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/spp/poukazky.jsp>.
- [20] Český statistický úřad; *Mobilní telefonní síť* [online]. 2012 [cit. 14. únor 2013]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mobilni_telefonni_sit_telekomunikacni_a_internetova_infrastruktura/\\$File/2012_web_mobil_final.pdf](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mobilni_telefonni_sit_telekomunikacni_a_internetova_infrastruktura/$File/2012_web_mobil_final.pdf)>.
- [21] Český statistický úřad; *Vývoj ekonomiky ČR* [online]. [cit. 13. únor 2013]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/D30020C1CA/\\$File/110912q3a07.pdf](http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/D30020C1CA/$File/110912q3a07.pdf)>.
- [22] Cyrrus; *Telefónica Czech Republic* [online]. 2012 [cit. 26. únor 2013]. Dostupné z: <http://www.cyrrus.cz/uploads/PDF/TELEFONICA_CR_09_2012.pdf>.
- [23] Fio; *Analýzy a doporučení* [online]. 2012 [cit. 26. únor 2013]. Dostupné z: <http://www.fio.sk/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/sk/123947_Nove_oceneni_Telefonica_O2_prosinec_2012.pdf>.
- [24] Patria Online; *Telefónica O2 CR* [online]. 2013 [cit. 9. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/akcie/SPTTbl.PR/telefonica-o2-cr/graf.html>>.
- [25] Patria; *Detail akcie Telefónica* [online]. [cit. 25. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/akcie/SPTTbl.PR/telefonica-o2-cr/historie.html>>.

- [26] Patria; *Detail akcie Telefónica* [online]. [cit. 25. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/akcie/SPTTb1.PR/telefonica-o2-cr/hospodareni.html>>.
- [27] PSE: Prague Stock Exchange; *PX* [online]. 2013 [cit. 13. únor 2013]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/generated/i_indexy/PX_big_1_ALL.GIF>.
- [28] Telefónica; *Dividendy* [online]. 2012 [cit. 23. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.telefonica.cz/dividendy/>>.
- [29] Telefónica; *Finanční a provozní výsledky* [online]. [cit. 8. březen 2013]. Dostupné z: <<http://www.telefonica.cz/financni-a-provozni-vysledky/>>.
- [30] Telefónica; *Výroční a pololetní zprávy* [online]. 2012 [cit. 14. únor 2013]. Dostupné z: <<http://www.telefonica.cz/vyrocni-a-pololetni-zpravy/>>.
- [31] Výroční zpráva 2011; *Skupina Telefónica CR* [online]. [cit. 17. únor 2013]. Dostupné z: <http://www.o2.cz/vyrocni_zpravy/2011/rocni/telefonica-2011/cs/skupina-telefonica-czech-republic.html>.