

UNIVERZITA PARDUBICE

FAKULTA EKONOMICKO-SPRÁVNÍ

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2024

Bc. Jan Steidl

Univerzita Pardubice

Fakulta ekonomicko-správní

Fundamentální analýza akcií vybrané finanční společnosti

Diplomová práce

2024

Bc. Jan Steidl

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2023/2024

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Bc. Jan Steidl**
Osobní číslo: **E22664**
Studijní program: **N0413A050009 Ekonomika a management**
Specializace: **Management finančních institucí**
Téma práce: **Fundamentální analýza akcií vybrané finanční společnosti**
Zadávací katedra: **Ústav ekonomických věd**

Zásady pro vypracování

Cílem diplomové práce je pomocí fundamentální analýzy vybrané finanční společnosti působící na českém bankovním trhu stanovit investiční doporučení pro potenciální investory. Investiční doporučení bude stanoveno porovnáním vypočtené vnitřní hodnoty akcie s její tržní cenou.

Osnova:

- Analýza akciových instrumentů.
- Fundamentální analýza.
- Výpočet vnitřní hodnoty akcie.
- Investiční doporučení.

Rozsah pracovní zprávy: **cca 50 stran**
Rozsah grafických prací: **–**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

ČERNOHORSKÝ, Jan. *Finance: od teorie k realitě*. Praha: Grada Publishing, 2020. ISBN 978-80-271-2215-8.
GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice. 2., rozšířené vydání*. Praha: Grada Publishing, 2021. ISBN 978-80-271-3122-8.
KALINOWSKI, Marcin. *Global Stock Market Development*. New York: Taylor & Francis, 2021. ISBN 9781000457322.
KOHOUT, Pavel. *Investice: nová strategie*. Praha: Grada, 2018. ISBN 978-80-271-2101-4.
SYROVÝ, Petr a Tomáš TYL. *Osobní finance: řízení financí pro každého. 4. aktualizované vydání*. Praha: Grada Publishing, 2021. ISBN 978-80-271-3123-5.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Liběna Černohorská, Ph.D.**
Ústav ekonomických věd

Datum zadání diplomové práce: **1. září 2023**
Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2024**

prof. Ing. Jan Stejskal, Ph.D. v.r.
děkan

L.S.

doc. Ing. et Ing. Renáta Myšková, Ph.D. v.r.
garant studijního programu

V Pardubicích dne 1. září 2023

Prohlašuji:

Práci s názvem Fundamentální analýza akcí vybrané finanční společnosti jsem 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., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon), ve znění pozdějších předpisů, 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.

Beru na vědomí, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů, a směrnicí Univerzity Pardubice č. 7/2019 Pravidla pro odevzdávání, zveřejňování a formální úpravu závěrečných prací, ve znění pozdějších dodatků, bude práce zveřejněna prostřednictvím Digitální knihovny Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 30. 4. 2024

Bc. Jan Steidl

PODĚKOVÁNÍ

Tímto bych chtěl poděkovat doc. Ing. Liběně Černoškové, Ph.D. za její odborné vedení, cenné rady a za čas, který mi věnovala. Dále bych chtěl také poděkovat své přítelkyni a rodině za podporu.

ANOTACE

Diplomová práce má za cíl stanovit investiční doporučení na základě fundamentální analýzy akcií Moneta Money Bank. Fundamentální analýza obsahuje tři části, a to makroekonomickou analýzu, odvětvovou analýzu a analýzu společnosti. Prostřednictvím vybraných metod byla následně stanovena vnitřní hodnota akcie Moneta Money Bank. Po vzájemném srovnání vnitřní hodnoty této akcie s její tržní cenou bylo v rámci investičního doporučení navrženo danou akcií nakoupit.

KLÍČOVÁ SLOVA

Fundamentální analýza, akcie, vnitřní hodnota akcie, investice.

TITLE

Fundamental analysis of shares of a selected financial company

ANNOTATION

The diploma thesis aims to establish investment recommendations based on fundamental analysis of Moneta Money Bank shares. Fundamental analysis includes three parts, namely macroeconomic analysis, industry analysis, and company analysis. Through selected methods, the intrinsic value of the Moneta Money Bank share was subsequently determined. After a mutual comparison of the intrinsic value of this share with its market price, it was proposed to buy the given share as part of the investment recommendation.

KEYWORDS

Fundamental analysis, stock, intrinsic value of a stock, investment.

OBSAH

ÚVOD.....	13
1 Finanční trhy	14
1.1 Finanční rizika	15
1.2 Charakteristika akcií	18
1.2.1 Členění akcie.....	19
1.3 Akciová společnost v ČR.....	19
1.3.1 Založení akciové společnosti	19
1.3.2 Orgány akciové společnosti	20
1.4 Druhy analýz akciových instrumentů	21
2 Fundamentální analýza	23
2.1 Globální (makroekonomická) akciová analýza	24
2.1.1 Reálný výstup ekonomiky	24
2.1.2 Fiskální politika	24
2.1.3 Peněžní nabídka	25
2.1.4 Úrokové sazby	25
2.1.5 Inflace	26
2.1.6 Pohyb zahraničního kapitálu.....	27
2.1.7 Kvalita investičního prostředí.....	27
2.2 Odvětvová (oborová) analýza.....	29
2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	29
2.2.2 Tržní struktura odvětví.....	30
2.3 Analýza jednotlivých akciových společností a jejich akcií	31
2.3.1 Výpočet vnitřní hodnoty akcie.....	32
2.3.2 Finanční analýza společnosti	41
3 Analýza makroekonomické situace a bankovního sektoru.....	46
3.1 Makroekonomická analýza České republiky	46
3.1.1 Reálný výstup ekonomiky	46
3.1.2 Fiskální politika	49
3.1.3 Peněžní nabídka	51
3.1.4 Úrokové sazby	52
3.1.5 Inflace	54
3.1.6 Pohyb zahraničního kapitálu.....	56
3.2 Analýza bankovního sektoru v České republice.....	57

3.2.1	Charakteristika českého bankovního sektoru	57
3.2.2	Regulace bankovního sektoru	58
3.2.3	Ziskovost bankovního sektoru	59
3.2.4	Úvěrování bankovním sektorem	60
3.2.5	Kapitálová přiměřenost	61
4	Analýza akciové společnosti MONETA Money Bank	63
4.1	O společnosti MONETA Money Bank	63
4.1.1	Struktura akcionářů	63
4.2	Finanční analýza	65
4.2.1	Ukazatele rentability	65
4.2.2	Ukazatel likvidity	66
4.2.3	Kapitálová přiměřenost	66
4.3	Stanovení vnitřní hodnoty akcie	67
4.3.1	Dividendový diskontní model	70
4.3.2	Ziskové modely	71
4.3.3	Historické modely	71
4.3.4	Model nadměrného výnosu	72
4.4	Investiční doporučení	72
	ZÁVĚR	75
	POUŽITÁ LITERATURA	77

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem ve velmi krátkém období	23
Obrázek 2: Metody výpočtu vnitřní hodnoty akcie	32
Obrázek 3: Vývoj ceny akcií Monety od 12.4.2022 do 10.4.2024	69

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Seznam akcionářů s podílem převyšujícím 1 % na základním kapitálu.....	64
Tabulka 2: Seznam členů představenstva společnosti Moneta k 31. 12. 2023	64
Tabulka 3: Ukazatele rentability za roky 2019 - 2023.....	65
Tabulka 4: Ukazatel krytí likviditou za roky 2018 - 2023.....	66
Tabulka 5: Ukazatel kapitálové přiměřenosti za roky 2018 - 2023	66
Tabulka 6: Vstupní údaje k výpočtu vnitřní hodnoty akcie Monety	70
Tabulka 7: Vývoj výplat a očekávaných výplat dividend za roky 2021 - 2026	70
Tabulka 8: Přehled vypočítaných vnitřních hodnot a odchylek od jejich tržní ceny.....	73

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Vývoj reálného HDP v ČR za roky 2016 - 2023.....	47
Graf 2: Státní rozpočet ČR za roky 2016 - 2023	49
Graf 3: Tempo růstu peněžních agregátů za roky 2016 - 2023	51
Graf 4: Vývoj úrokových sazeb ČNB za roky 2016 – 2023	52
Graf 5: Vývoj průměrných ročních sazeb PRIBOR za roky 2016 - 2023	54
Graf 6: Průměrná roční inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen v ČR za roky 2016 - 2023	55
Graf 7: Vývoj ziskovosti bankovního sektoru ČR za roky 2017 - 2022.....	60
Graf 8: Objem poskytnutých úvěrů bankami v ČR za roky 2017 - 2023	61
Graf 9: Vývoj kapitálové přiměřenosti bankovního sektoru ČR za roky 2017 - 2023	62
Graf 10: Srovnání kapitálové přiměřenosti Monety s průměrem bankovního sektoru za roky 2018 - 2023	67

SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK

ČNB	Česká národní banka
EU	Evropská unie
ROAA	Rentabilita průměrných aktiv
ROAE	Rentabilita průměrného vlastního kapitálu
ČR	Česká republika
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate (Pražská mezibankovní nabídková sazba)
HDP	Hrubý domácí produkt
Mld.	Miliarda
Kč	Koruna česká
MFČR	Ministerstvo financí České republiky

ÚVOD

Investoři neustále uvažují o možnostech zhodnocení volných finančních prostředků se zohledněním požadované výnosnosti, rizikovosti investice a likvidity. Tyto možnosti mimo jiné nabízí i kapitálové trhy prostřednictvím investování do dlouhodobých cenných papírů jako jsou akcie či dluhopisy. Při obchodování na kapitálových trzích je však za potřebí analyzovat a následně i vyhodnocovat informace týkající se daného investičního instrumentu. Výběr investičního instrumentu vhodného pro zařazení do portfolia umožňují různé metody, mezi něž patří i fundamentální analýza.

V současné době je fundamentální analýza jednou z nejdůležitějších a nejvyužívanějších akciových analýz. Ve spojení s technickou a psychologickou analýzou představují pro investora hlavní prvky informací při potenciální investici do daného akciového instrumentu. V oblasti akciových trhů byla v předešlých letech zaznamenána vysoká míra volatility, což význam fundamentální analýzy jen umocňuje.

Fundamentální analýzu lze považovat za velice komplexní nástroj. Pro sestavení této analýzy investor získává a analyzuje informace nejen o dané společnosti, ale i z odvětví, v němž daná společnost působí a z celkového fungování ekonomiky. Informace analyzované v rámci všech těchto částí jsou následně zohledněny při výpočtu vnitřní hodnoty akcie, jenž je porovnána s její tržní cenou. Rozdíl mezi vnitřní hodnotou akcie a její tržní cenou následně určí, zda je pro investora daná akcie atraktivní a měl by zvážit její nákup, či nikoliv.

Cílem diplomové práce je charakterizovat fundamentální analýzu včetně všech tří částí, tedy globální analýzy, odvětvové analýzy a analýzy společnosti. Konkrétně se jedná o akcie emitované společností Moneta Money Bank, a. s. Prostřednictvím vypočtené vnitřní hodnoty akcie této společnosti bude provedeno porovnání s její aktuální tržní cenou a následné stanovení investičního doporučení. Tohle doporučení je při zohlednění nastavených vstupních parametrů využitelné pro jakéhokoliv investora uvažujícího investovat na akciových trzích či držitele akcií této společnosti.

1 Finanční trhy

Finanční trh je neoddelitelnou součástí finančního systému a představuje citlivý ukazatel prosperity hospodářského vývoje. Na finančním trhu se úspory přeměňují v investice. Střetávají se zde přebytkové subjekty (majitelé úspor) se subjekty, kterým naopak nedostatek vlastních prostředků zabraňuje v uskutečnění svých investic. Těmto subjektům následně majitelé úspor poskytují své prostředky za účelem jejich budoucího zhodnocení. Jinými slovy lze investici chápat jako obětování jisté současné hodnoty s cílem získat vyšší, ač nejistou, budoucí hodnotu. Majitelé úspor se tedy svých prostředků na určitou dobu vzdávají, očekávají však jeho budoucí zhodnocení.

Z hlediska finančního rizika lze finanční trhy rozdělit na:

- Akciový trh, jenž je spojen s akciovým či měnovým rizikem. Na akciovém trhu se obchoduje s kapitálovými finančními nástroji s nekonečnou splatností.
- Dluhový trh, spojený s úvěrovým, úrokovým či případně i s měnovým rizikem. Na tomto trhu se obchoduje s dluhovými finančními nástroji, jenž mají danou určitou splatnost (s výjimkou dluhopisů s nekonečnou splatností) a jedna strana se stává věřitelem a druhá dlužníkem.
- Komoditní trh, který je spojen s komoditním, případně i měnovým rizikem. V rámci finančního trhu je obsazena pouze část komoditního trhu, jenž obsahuje cenné kovy (zlato, stříbro či paladium).
- Devizový trh, spojen s měnovým rizikem.

Akciový a dluhový trh lze také rozdělit na peněžní a kapitálový trh. Na peněžním trhu se vyskytuje část dluhového trhu, kde se obchoduje s dluhovými finančními nástroji se splatností do jednoho roku. Kapitálový trh je tvořen trhem s akciovými cennými papíry a dluhovými cennými papíry se splatností delší než jeden rok. (Jílek, 2009)

Před samotným začátkem investování by si každý investor měl utvořit alespoň základní znalosti o finančních instrumentech, s kterými bude obchodovat a měl by se řídit danými základními pravidly investování. Mezi nejzákladnější pravidlo bezesporu patří racionální postup, čímž by se měl řídit každý investor.

1.1 Finanční rizika

Riziko lze obecně definovat jako výskyt nečekané události nastalé v budoucnu obvykle s negativním důsledkem. Tento pojem lze v oblasti financí chápat jako pravděpodobnost odlišného reálného výnosu investice od očekávaného výnosu investice. Existuje zde tedy možnost negativního výsledku, tedy že reálný výnos bude nižší než očekávaný, ale i pozitivního výsledku (reálný výnos je vyšší než očekávaný).

Finančním rizikem se rozumí potenciální finanční ztráta, tedy uvažuje se pouze negativní důsledek rizika, tedy utrpění ztráty. V případě, kdy dojde k realizaci finančního rizika, se snižuje výše kapitálu subjektu. Finanční riziko lze dále rozčlenit na riziko tržní, úvěrové, operační, likviditní a obchodní.

Tržním rizikem se nazývá riziko ztráty v případě, kdy dojde ke změnám tržních cen finančních nástrojů či komodit. V důsledku změn tržních cen se změní i hodnota portfolia.

Úvěrové riziko lze definovat jako riziko potenciální ztráty v případě, že dlužník nebude schopen splácet své závazky, čímž způsobí držiteli pohledávky (věřiteli) ztrátu. Tyto závazky vychází z úvěrových, obchodních a investičních aktivit, dále z platebního styku a vypořádání cenných papírů při obchodování na vlastní i cizí účet. Úvěrové riziko lze dále rozčlenit do čtyř kategorií:

- Přímé úvěrové riziko, jenž je nejstarším a nejdůležitějším rizikem na finančním trhu. Jedná se o riziko ztráty ze selhání partnera u klasických rozvahových položek, a to v plné či částečné výši (úvěry, vklady, dluhopisy, směnky).
- Riziko úvěrových ekvivalentů, jenž také vychází ze selhání partnera, ovšem u podrozvahových položek. Mezi tyto položky patří úvěrové přísliby, poskytnuté záruky a dokumentární akreditivy, deriváty a jiné.
- Vypořádací riziko, jenž je založeno na riziku ztráty z nevypořádání obchodů či špatného vypořádání, ačkoliv je partner schopen i ochoten vypořádání uskutečnit. Jedná se například o vypořádání koupě či prodeje cenných papírů nebo připsání peněz na špatný účet.
- Riziko úvěrové angažovanosti spočívá v riziku ztráty z relativně vysokého množství pohledávek vůči jednotlivým ekonomickým subjektům či skupinám. Riziko spočívá

v případě, kdy se daný dlužník dostane do problémů a nesplácí věřiteli své závazky. V takovémto případě se může dostat do problému i daný věřitel.

Operační riziko, také označované jako provozní riziko, lze definovat jako možnost ztráty, jenž je způsobena selháním interních procesů, systémů, lidí či vnějších událostí (přírodní katastrofy). Dále lze tento druh rizika rozčlenit na transakční riziko, jenž je spojeno s rizikem ztráty v důsledku chyb při realizaci transakcí (např. chybné zaúčtování) a riziko operačního řízení. V případě rizika operačního řízení se jedná o riziko ztráty v důsledku porušení limitů pro obchody (např. nadměrně rizikové obchody).

Likviditní riziko je spojeno s rizikem ztráty schopnosti dlužníka uhradit své závazky v termínu splatnosti. V případě banky může tohle riziko vést až k tzv. runu na banku, tedy k situaci, kdy banka není schopna hromadně vyplatit klientům jejich vklady na požádání. Dále lze likviditní riziko rozdělit na riziko financování a riziko tržní likvidity. V případě rizika financování se jedná o situaci, kdy společnost musí mít v každý okamžik dostatek finančních prostředků k úhradě všech závazků s končící splatností. Riziko tržní likvidity může nastat v případě malé likvidity na trhu s finančními nástroji, což brání rychlému prodeji finančních nástrojů. Jestliže tedy společnost potřebuje danou pozici zlikvidovat za přijatelnou cenu, potřebuje k provedení určitý čas. V případě rychlé likvidace je tato transakce pro společnost ztrátová.

Obchodní riziko souvisí s obchodním vypořádáním partnerů a dalšími obchodními aktivitami. Dále lze toto riziko členit na:

- Právní riziko – spojeno s porušením právních předpisů či selháním v prosazení právních nároků (např. nesolventnost dlužníků či způsobilost klienta sjednávat smlouvy).
- Riziko změny úvěrového zhodnocení – snížení ratingu a důvěryhodnosti, vede ke zvýšení nákladů společnosti.
- Reputační riziko – pokles důvěryhodnosti na trzích, může vést k poklesu počtu zákazníků.
- Daňové riziko – spojeno se změnou daňových zákonů či neočekávaným zdaněním (neočekávané zdanění, tzv. windfall tax, bylo v České republice zavedeno na roky 2023–2025 pro mimořádně ziskové společnosti z oblasti výroby a obchodu s energiemi, bankovníctví, petrolejářství a těžby a zpracování fosilních paliv (Ministerstvo financí ČR, 2022)).

- Riziko měnové konvertibility – nemožnost směnit jednu měnu za druhou, a to v důsledku ekonomického či politického omezení.
- Riziko pohromy – souvisí s přírodními katastrofami, válkami či krachem finančního systému.
- Regulační riziko – nemožnost splnit regulační opatření (např. kapitálová přiměřenost).

Mimo tyto rizika lze uvažovat i systémové riziko. Systémové riziko spočívá v tom, kdy neschopnost jedné instituce plnit své závazky z důvodu nastání určitých rizik, způsobí potíže v určité části finančního trhu (např. bankovní či pojistný trh). Tohle riziko má následně významný dopad na celý sektor v podobě snížení likvidity či úvěrových problémů. Jako příklad můžeme uvést bankrot investiční banky Lehman Brothers v USA, což mělo dopad na celý bankovní sektor, a to nejen v Americe, ale ve všech vyspělých ekonomikách. (Černohorský, 2020, str. 251 – 254)

Typy investorů podle rizika

Peníze lze využít dvěma způsoby, tedy buď je využít na spotřebu, či je investovat. V případě druhého způsobu se jedná o zřeknutí se okamžité spotřeby na úkor získání možnosti spotřebovat více v budoucnu. Z toho také plyne, že investice dávají smysl pouze v případě, kdy přinesou v budoucnu větší spotřebu, tedy musejí investorovi přinést kladný reálný výnos. Tím se rozumí takový výnos, jenž je po očištění inflace stále kladný. (Gladiš, 2021)

Portfolio každého investora se liší v závislosti na typu investora a jeho přístupu k riziku, jelikož neexistuje bezriziková investice. K určení vhodného typu investičních instrumentů je nezbytné nejprve rozpoznat vztah k riziku daného investora. Syrový (2021, str. 97) rozčleňuje investory na čtyři typy, tedy na velmi konzervativní, konzervativní, vyvážené a dynamické.

- Velmi konzervativní investor své finanční prostředky investuje pouze do instrumentů s maximální jistotou. Typickými produkty pro tento typ investora jsou spořicí účty, termínované vklady, protiinflační dluhopisy či dané zajištěné fondy.
- Konzervativní investor je v porovnání s prvním typem investora o něco odvážnější a snaží se o pokrytí inflace. Tento investor volí spíše stabilnější vývoj portfolia, které se skládá z menšího podílu akcií, dluhopisů či drahých kovů.
- Vyvážený investor přijímá větší riziko a kolísání cen a pokouší se o sestavení rovnovážného portfolia s nižšími dočasnými poklesy cen. V portfoliu tohoto investora lze očekávat dluhopisy, vybrané akcie či nemovitosti.

- Dynamický investor je ochoten spekulovat na růst či pokles cen investic a snaží se investovat v době „levných“ trhů. Cílem tohoto investora jsou dlouhodobé zisky, a to i na úkor dočasných poklesů. Zaměřuje se především na akcie.

1.2 Charakteristika akcií

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, definuje akcie takto: „Akcíe je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku nebo na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.“

Akcíe s sebou nesou několik specifických znaků. Jako první si můžeme uvést dva odlišné druhy hodnot udávajících se u akcií, a to jmenovitá a tržní hodnota. Jmenovitou hodnotou je označen podíl na základním kapitálu společnosti, přičemž součet všech jmenovitých hodnot akcií představuje celkový základní kapitál společnosti. Tržní hodnotou se rozumí hodnota akcie, za kterou ji lze pořídit na kapitálovém trhu.

S držením akcií je spojeno také právo podílet se na zisku, a to ve formě dividend. Dividendy představují určitou část peněz ze zisku společnosti, jež schvaluje valná hromada. Tyto peníze jsou na základě vlastnického podílu následně rozděleny mezi akcionáře dané společnosti. Dividendy však mnoho společností nevyplácí z důvodu zadržení zisku a jeho využití na budoucí investice.

Typickým znakem akcií je také jejich neexistující splatnost. V případě akcií záleží čistě na investovi, jak dlouho bude dané akcie držet. Obchodní zákoník však v případě splatnosti akcie uděluje i výjimky a může nastat situace, kdy je investor povinen akcie prodat. Touto výjimkou může být například situace, kdy majoritní akcionář, jež drží minimálně 90 % akcií dané společnosti, požádá o odkup zbývajících akcií držených minoritními akcionáři.

Pro mnoho investorů je však nejdůležitějším znakem akcií volatilita jejich ceny a s ní spojený takzvaný spekulativní motiv. Principem spekulativního motivu je nakoupit akcie za nízkou cenu (na cenovém dnu) a prodat za nejvyšší cenu, tedy na vrcholu. Tento typ zhodnocování je však velice náročný a daří se jen malé části investorů.

Z pohledu krátkého a středního časového období jsou na akciových trzích vytvářeny spekulativní bubliny, tedy akcie rostou i padají a tyto výkyvy jsou výraznější než růstová

podstata trhů. V dlouhodobém časovém horizontu, tedy více než 10 let, ovšem převládá ziskovost akciových trhů jako celku. (Syrův, 2021)

1.2.1 Členění akcie

Akcie lze členit z hlediska druhů. Mezi základní druhy akcií jsou považovány kmenové a prioritní akcie. V současné době jsou nejběžnějším druhem akcií akcie kmenové, jichž je také největší množství. S těmito akciemi je spojené právo akcionáře na výplatu dividend či účast na valné hromadě. Nevýhodou kmenových akcií, v případě úpadku společnosti, je jejich vypořádání. Nejprve se hradí dluhy společnosti, následně se vyplácí nároky držitelů prioritních akcií a až poté se dělí případný zbytek mezi držitele kmenových akcií. Prioritní akcie jsou spojeny s výhodou přednostní výplaty dividend či podílu na likvidačním zůstatku společnosti, případně obě varianty současně. Tento druh akcií ovšem neobsahuje hlasovací právo.

Podle podoby, ve které se nachází, lze také akcie rozdělit na listinné (v papírové podobě) či zaknihované (zápis v evidenci).

Z hlediska právní formy lze akcie členit na akcie na majitele či akcie na jméno (akcie na řad). Akcie na majitele jsou anonymní a volně převoditelné, zatímco akcie na řad jsou vydávány na jméno určité osoby. V zaknihované podobě lze takovýto typ akcie převést smlouvou a registrací, v listinné podobě je převod možný pouze rubopisem a jeho fyzickým předáním. (Veselá, 2011)

1.3 Akciová společnost v ČR

Základní kapitál akciové společnosti je rozdělen na stanovený počet akcií o stanovené jmenovité hodnotě. V případě porušení závazků ručí společnost celým svým majetkem, akcionář však za závazky společnosti neručí. Název společnosti musí obsahovat označení „akciová společnost“ či zkratky „akc. spol.“ nebo „a. s.“.

1.3.1 Založení akciové společnosti

Akciovou společnost lze založit i jedním zakladatelem, tedy fyzická osoba. Podmínkou při zakládání akciové společnosti je minimální výše základního kapitálu, jenž je stanovena na 2 000 000 Kč, případně 80 000 EUR, v případě, kdy společnost vede účetnictví podle zvláštního zákona v této měně. K založení společnosti se také vyžaduje přijetí stanov uvedených v Zákoně o obchodních korporacích č. 90/2012. Ten, kdo přijal stanovy a podílil se na úpisu akcií, je zakladatel. Tyto stanovy obsahují:

- a) firmu a předmět podnikání nebo činnosti,
- b) výši základního kapitálu,
- c) počet akcií, jejich jmenovitou hodnotu, formu, zda jsou listinné nebo zaknihované, popřípadě údaj o omezení převoditelnosti akcií, popřípadě údaj, zda jsou listinné akcie imobilizovány,
- d) mají-li být vydány akcie různých druhů, jejich název a popis práv s nimi spojených,
- e) počet hlasů spojených s jednou akcií, celkový počet hlasů ve společnosti a způsob hlasování na valné hromadě; mají-li být vydány akcie o různé jmenovité hodnotě, obsahují stanovy také počet hlasů vztahujících se k té které výši jmenovité hodnoty akcií a mají-li být vydány akcie bez hlasovacího práva, obsahují stanovy i počet hlasů spojených s jednou akcií pro případ, že vlastník této akcie může hlasovat na valné hromadě,
- f) údaj o tom, který ze systémů vnitřní struktury společnosti byl zvolen,
- g) údaje o tom, kolik akcií který zakladatel upisuje, za jaký emisní kurs, způsob a lhůtu pro splácení emisního kursu a jakým vkladem bude emisní kurs splacen,
- h) v jaké výši musí být splacen základní kapitál k okamžiku vzniku společnosti,
- i) bude-li emisní kurs akcií plněn nepeněžitými vklady, jméno vkladatele, popis nepeněžitých vkladů, jakož i údaje o akciích, které budou za tento nepeněžitý vklad vydány, jejich formu nebo údaj, že budou vydány jako zaknihované cenné papíry, a určení znalce, který provedl ocenění nepeněžitého vkladu,
- j) určení ceny nepeněžitých vkladů při založení společnosti,
- k) alespoň přibližnou výši nákladů, které v souvislosti se založením společnosti vzniknou,
- l) údaj o tom, koho zakladatelé určují členy volených orgánů společnosti,
- m) určení správce vkladů,
- n) mají-li být vydány zaknihované akcie, čísla majetkových účtů, na které mají být zaknihované akcie vydány.

1.3.2 Orgány akciové společnosti

Mezi orgány akciové společnosti patří valná hromada, představenstvo a dozorčí rada.

Valná hromada obsahuje všechny akcionáře, jedná se tedy o nejvyšší orgán akciové společnosti. Mezi hlavní činnosti patří rozhodnutí o založení společnosti, změny stanov, zvolení orgánů společnosti či schválení rozdělení zisku a účetní závěrky.

Představenstvo neboli Správní rada, je statutárním orgánem, jenž řídí společnost, operativně rozhoduje a vede účetnictví společnosti. Pokud není stanoveno jinak, představenstvo volí a odvolává valná hromada a má tři členy.

Dozorčí rada je dohlížečící orgán, jenž kontroluje působnost představenstva a má povoleno kontrolovat účetnictví a další doklady společnosti. Pokud není stanoveno jinak, její členové jsou voleni na dobu 3 let. Členy dozorčí rady volí valná hromada.

1.4 Druhy analýz akciových instrumentů

V případě aktivního obchodování s akciemi je hlavní motivací investora vytvoření zisku z rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou akcie. Akcie s sebou mohou nést zajímavé obchodní příležitosti, jelikož se jedná o velice volatilní a spekulativní cenný papír.

Cílem analýzy akciových instrumentů je vyhledat akciové tituly přinášející potenciální budoucí zisky. Tyto analýzy počítají s existencí tzv. neefektivních trhů. Na takovýchto trzích vnitřní hodnota akcie není shodná s tržní cenou, tedy dochází ke špatnému ocenění akcií. Tyto rozdíly mezi vnitřní hodnotou a tržní cenou umožňují investorům dosahovat nadměrných výnosů. Naproti tomu na efektivních trzích jsou akciové tituly oceněny přesně, díky čemuž jsou akciové analýzy nepotřebné.

Akciové tituly jsou zkoumány různými, zcela odlišnými, analytickými přístupy. Mezi ně patří:

1. Fundamentální analýza

Hlavním úkolem fundamentální analýzy je stanovení vnitřní hodnoty akcie, jenž se následně porovná s její tržní cenou. Na základě toho poté určí, zda je akcie správně oceněná, či nikoliv (tedy zda je akcie nadhodnocená či podhodnocená). Investoři vyhledávají ty akcie, jež jsou podle nich podhodnocené a mohou od nich očekávat budoucí vzestup tržní ceny a následně dosažení kapitálových zisků. Vychází z veřejně dostupných informací, jako jsou ekonomická, účetní či statistická data a pracuje s politickými, demografickými a historickými faktory. Tuto analýzu považujeme z časového hlediska za dlouhodobou, jelikož podle ní investoři určí vhodnou akcii k obchodování, nicméně postrádá vhodné nástroje k určení správného okamžiku realizace transakce. Z tohoto důvodu je vhodné doplnit tuto analýzu i technickou analýzou, jenž je k této problematice koncipována.

2. Technická analýza

Tento druh analýzy představuje použití grafického znázornění a technických indikátorů, analýzu vývojových trendů kurzů akcií či burzovních indexů a následnou predikci možných směrů budoucího vývoje. Podkladem pro analýzu daných akcií je jejich minulý vývoj, zároveň

se počítá s předpokladem, že se kurzy vyvíjejí v trendech. Oproti fundamentální analýze se pracuje pouze s údaji tvořenými trhem, mezi něž patří např. cena, volatilita, objem transakcí, či množství otevřených kontraktů. Technická analýza se využívá s cílem stanovit vhodný okamžik pro nákup či prodej daného instrumentu. Z časového hlediska se jedná spíše o krátkodobou analýzu, jelikož investorům napovídá, kdy je správný čas obchodovat.

Podle Kohouta (2018, str. 83) lze technickou analýzu vyjádřit tím, že pro běžného investora nefunguje a pro úspěch pomocí této analýzy je zapotřebí disponovat možnostmi velkých institucí.

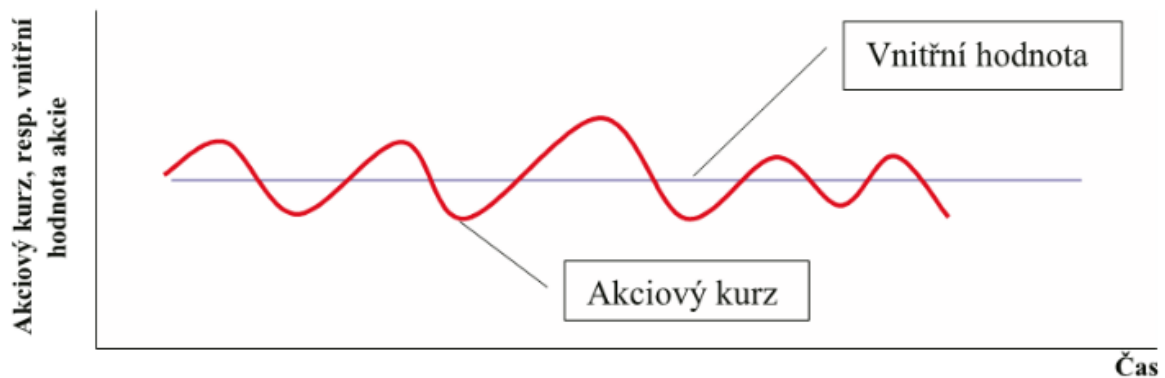
3. Psychologická analýza

V psychologické analýze jsou zahrnuty různé teoretické koncepce zaměřující se na vliv masové psychologie burzovního publika. Burzovní publikum ovlivňuje úroveň akciových kurzů prostřednictvím účastníků trhu. Účastníci, resp. investoři, se tedy musí věnovat předvídání budoucích změn v oblasti psychologie a k tomu i přizpůsobovat své odhady. Z toho vyplývá, že předmětem zkoumání jsou konkurenční investoři a jejich ovlivnění davem či osobními motivy, nikoliv cenné papíry. (Rejnuš, 2014)

Úkolem těchto metod je zanalyzovat a následně i odhadnout vývoj akciových kurzů. Každá metoda má zcela odlišný cíl a odlišná vstupní data, díky čemuž také přináší odlišné výsledky. Jediným společným předpokladem je již zmíněná existence špatně oceněných akcií. Nezanedbatelnou roli také hraje finanční analytik, jenž má významný vliv na konečnou podobu analýzy a v důsledku čehož se výstupy mohou od různých analytiků lišit.

2 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza, jak již bylo uvedeno v první kapitole, je založena na skutečnosti, že vnitřní hodnota akcie je rozdílná oproti od jejího aktuálního tržního kurzu obchodovaného na burze. Vnitřní hodnotu akcie (anglicky Fair Value) lze definovat jako individuální pohled jakéhokoli účastníka akciového trhu na spravedlivou hodnotu akcie. Tuto hodnotu můžeme považovat ve velmi krátkém časovém úseku za konstantní a lze ji tak srovnávat s tržním kurzem (viz obrázek 1).



Obrázek 1: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem ve velmi krátkém období (Rejnuš, 2014, str. 238)

Vnitřní hodnota akcie je ovlivňována mnoha faktory, díky čemuž se musí analyzovat z různých hledisek. Jelikož společnosti podnikají v reálném ekonomickém prostředí, zabývá se fundamentální analýza mimo faktorů spojených se společností přímo i ekonomickým systémem, v němž daná společnost působí, s cílem obsáhnout všechny hlavní ukazatele ovlivňující její hospodaření. Z této skutečnosti vyplývá, že se jedná o komplexní analýzu, v důsledku čehož se realizuje s pomocí různých analytických metod, které lze kombinovat či využít samostatně.

Fundamentální analýza je dále rozdělena na tři dílčí typy analýz, které jsou rozděleny dle charakteru zkoumaných faktorů:

- Globální (makroekonomická) analýza.
- Odvětvová (oborová) analýza.
- Analýza jednotlivých akciových společností a jejich akcií. (Rejnuš, 2014, str. 238–239)

2.1 Globální (makroekonomická) akciová analýza

Vývoj akciových trhů ovlivňuje z globálního (makroekonomického) hlediska mnoho faktorů. Nejvýznamnějšími těmito faktory jsou:

2.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Vývoj ekonomiky daného státu (i vývoj světové ekonomiky) vždy silně ovlivňoval vývoj akciových trhů. Z toho lze usoudit, že kurz akcií reaguje svým pohybem (poklesem či růstem) na probíhající hospodářské výkyvy. Tento předpoklad je nicméně potřeba rozdělit z časového hlediska odděleně na dlouhé období a odděleně na středně dlouhé a krátké období. V dlouhém časovém horizontu je mezi danými veličinami (reálný výstup ekonomiky a vývoj akciových kurzů) těsný vztah, jelikož kurzy akcií kolísají kolem základního trendového vývoje, jenž lze vyčíslit jako dlouhodobý několikaprocentní roční hospodářský růst zapříčiněný postupným růstem ekonomické úrovně v dané ekonomice. (Rejnuš, 2014, str. 240)

U středně dlouhého a krátkého období tomu tak ovšem zcela není, jelikož zde působí značné spojení mezi jednotlivými hospodářskými cykly. Akciové kurzy lze zařadit mezi nejpřesnější indikátory budoucího ekonomického růstu, jelikož v mnoha případech předbíhají reálný výstup ekonomiky o několik měsíců. Zdůvodnění, proč akciové kurzy předbíhají výstup ekonomiky, lze spatřit v principu očekávání investorů, tedy v prozíravosti, že daná ekonomika bude růst a investují do akcií s vidinou jejich růstu. Tím dojde k růstu celého akciového trhu. (Veselá, 2011)

2.1.2 Fiskální politika

Fiskální politika je nástrojem, jímž stát aktivně zasahuje do ekonomiky. Lze jím rozumět správu a řízení příjmů, výdajů a dluhu daného státu. Negativní dopad na akcie především daně z příjmů, a to fyzických i právnických. V důsledku daní z příjmů se snižují dosažené hrubé zisky společnosti, což se dále negativně promítá do výše vyplácených dividend a omezení dalšího rozvoje akciové společnosti. Za připomenutí také stojí i fakt, že u dividend se jedná o tzv. dvojí zdanění, jelikož i u výplaty dividend dochází ke zdanění. Tyto aspekty negativně působí na atraktivnost akcií a mimo jiné zapříčiňují snižování jejich tržních kurzů.

Za negativní dopad vysokého zdanění příjmů lze také považovat i možný tzv. transfer pricing. Jedná se o situaci, kdy na území dané ekonomiky podniká nadnárodní koncern, jenž má své dceřiné společnosti v dalších státech s odlišným zdaněním. Pomocí těchto společností dále realizují tzv. skryté kapitálové toky takovou formou, aby celý koncern jako celek dosáhl co

nejvyššího zisku. Ve státech s vysokým zdaněním společnosti evidují nízké či velmi nízké zisky, což vede ke snížení tržního kurzu akcií. Naopak v ekonomice s nízkou daňovou sazbou společnosti vykazují vysoké zisky, což se pozitivně projevuje i na akciovém kurzu.

Další potenciální faktor souvisí s výdajovou politikou vlády. Pozitivním vlivem vládních výdajů vůči ceně akcií se rozumí výdaje použité na nákup produktů či služeb od příslušné akciové společnosti. Naproti tomu negativní efekt má zvyšující se rozpočtový deficit, jenž je financován emisemi vládních dluhopisů. To následně vede ke zvyšování úrokových sazeb. (Rejnuš, 2014, str. 240–241)

2.1.3 Peněžní nabídka

Za jeden z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících pohyb cen akcií lze považovat peněžní nabídku. Mezi cenou akcií a peněžní nabídkou lze pozorovat pozitivní vztah, jenž lze vysvětlit třemi přístupy.

Prvním přístupem se rozumí situace, kdy centrální banka prostřednictvím své monetární politiky zvýší peněžní nabídku při zachování stejné poptávky po penězích. To následně vede investory tyto dodatečné peněžní prostředky investovat i na akciových trzích. Jelikož ve velmi krátkém období lze nabídku akcií považovat za neměnnou, dochází ke zvýšení tržních cen akcií. Tento přímý vliv nabídky peněz na cenu akcií se označuje jako „efekt likvidity“.

Druhý přístup vychází z předpokladu, že růst peněžní nabídky nejprve vede investory k nákupu většího množství dluhopisů, čímž dojde ke zvýšení jejich tržních cen. To se následně projeví v poklesu výnosnosti dluhopisů a zvýšení atraktivnosti akcií. V důsledku druhého přístupu následně dojde k vyšší poptávce po akciích a následnému růstu jejich tržních cen.

Třetí přístup spočívá v tom, že zvýšení peněžní nabídky vede k poklesu úrokových sazeb, což následně povzbudí společnosti k investiční aktivitě. Tím se jednak zvýší jejich očekávané zisky, ale i velikost budoucích vyplácených dividend a zároveň dochází i k růstu cen akcií.

Všechny tyto tři přístupy vedou vždy ke stejnému závěru, a to že růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po penězích. (Rejnuš, 2014, str. 241)

2.1.4 Úrokové sazby

Tržní ceny akcií jsou ovlivňovány i změnami úrokových sazeb, jenž lze považovat za důležitý kurzotvorný faktor. Pověšinou platí obrácený vztah, tedy pokles úrokových sazeb vede k růstu

akciových kurzů, naopak růst úrokových sazeb vede k poklesu kurzů akcií. Tento vliv úrokových sazeb lze popsat třemi přístupy.

První přístup spočívá v názoru, že kurzy akcií odrážejí současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů pro držitele akcií, jelikož úroková sazba je významným prvkem při diskontování budoucích příjmů na současnou hodnotu. Zvýšení úrokové sazby vede ke zvýšení požadované míry výnosnosti a tím i ke snížení současné hodnoty daných akcií.

Druhý přístup vychází z prokázané skutečnosti, že růst úrokových sazeb vyvolává odliv peněžních prostředků z akciových trhů. Investoři tyto peněžní prostředky raději investují do investičních instrumentů přímo navázaných na úrokové sazby, například do dluhopisů. Tento stav trvá do doby, než dojde k vytvoření nové rovnováhy ve výnosnosti na obou těchto trzích.

Třetí vysvětlení je založeno na faktu, že vyšší úrokové sazby se promítají ve zvyšování nákladů společností na jejich externí financování. To má za následek snížení odhadů budoucích zisků a snížení tržních kurzů akcií.

Na závěr je také potřeba zmínit, že růst cen akcií je ovlivňován jak domácími úrokovými sazbami, tak i úrokovými sazbami ze zahraničí. (Musílek, 2002)

2.1.5 Inflace

Akcie jsou považovány v době očekávaného zvýšení míry inflace za vhodnou investici. Tato představa je založena na předpokladu růstu nominálního zisku, z něž plynou vyšší dividendy a růst kurzu dané akcie. Provedené ekonomické výzkumy však ukazují, že akcie nejsou schopny udržet svojí reálnou hodnotu v období zvýšené inflace, ačkoliv jsou hodnotově napojeny na reálná aktiva společnosti. Existuje řada hypotéz pokoušejících se tento jev objasnit, nejznámější z nich je „hypotéza daňového efektu“.

Tato hypotéza pojednává o odepisování investičního majetku a ohodnocováním zásob společnosti v období inflace. Většina zemí uplatňuje odepisování z pořizovacích cen, což v mnoha případech vede k podhodnocování nákladů. To má následně negativní dopad na zisky akciových společností, ty dále dopadají na snížení výplaty dividend a samotných akciových kurzů. Výnosnost akciových titulů v období inflace bývá také negativně ovlivňována rozdílným použitím metod oceňovacích zásob. V případě metodiky oceňování zásob metodou FIFO při inflaci dochází k podhodnocení nákladů potřebných při pořízení nových zásob. To má za následek zvýšení efektivního daňového zatížení a následně pokles reálného zisku po zdanění.

Čistý zisk společnosti ovlivňují i úrokové náklady, jelikož představují odečitatelnou položku od základu daně. Nominální úrokové sazby v době inflace rostou, díky čemuž rostou i úroky placené společnostmi a snižuje se základ daně. Výsledný pohyb čistého zisku však nelze jednoznačně stanovit, jelikož závisí na dalších faktorech působících v daný okamžik. Jako příklad lze uvést tempo růstu úrokových sazeb, úroveň zadlužení společnosti či způsob stanovených úrokových nákladů. (Veselá, 2007)

2.1.6 Pohyb zahraničního kapitálu

Finanční trhy ve vyspělých a rozvojových ekonomikách jsou většinou liberalizovány. Z tohoto důvodu velcí investoři mohou ve svých investičních strategiích jednat celosvětově, tedy vyhledávat na trzích takové akciové tituly, které budou nejvýnosnější, s nejnižším možným rizikem a největší možnou likviditou. V mnoha případech dochází na globálním akciovém trhu k přesunu finančních prostředků na podhodnocené trhy. Po vyčerpání kurzového potenciálu naopak dochází k přesunu finančních prostředků na trhy s větší výnosovou perspektivou. Změny zájmů zahraničních investorů značně ovlivňují volatilitu kurzů akcií. Příliv zahraničního kapitálu vede ke zvýšení akciových kurzů, zatímco odliv s sebou nese pokles kurzů akcií. S akciemi významných korporací se obchoduje na více světových burzách, což způsobuje, že pokles akcií na jedné burze vede k poklesu na ostatních burzách. (Rejnuš, 2014, str. 243)

2.1.7 Kvalita investičního prostředí

Kvalitou investičního prostředí se rozumí všeobecné podmínky, které vyvolávají či nevyvolávají důvěru potenciálních investorů k uskutečnění zamýšlených investic. U investic do akciových instrumentů investoři zaměřují svoji pozornost především na dílčí oblasti jako je například transparentnost, bezpečnost a stabilita daného finančního trhu. Tyto oblasti jsou vázány hlavně na ekonomickou a právní vyspělost dané ekonomiky. Kvalita investičního prostředí je ovlivňována různými faktory, mezi nejvýznamnější z nich patří schodky a nerovnováha, cenové regulace a černý trh, ekonomické a politické šoky a korupce, hospodářská kriminalita a právní systém.

Schodky a nerovnováha

O tom, zda se ekonomika daného státu nachází v rovnováze vypovídá saldo platební bilance či schodek státního rozpočtu. O tuto skutečnost, tedy zda ekonomika je či naopak není v rovnováze se pochopitelně zajímají i investoři. Tyto ukazatele mají význam především z hlediska sledování trendu vývoje, a to i přesto, že absolutní výše schodků nemá příliš

vypovídací schopnost. V případě, kdy se schodky v průběhu času prohlubují se ekonomika dostává do stále větší nerovnováhy a bude potřeba tento stav řešit. Dá se tedy říci, že prohlubování schodků negativně ovlivňuje i akciové trhy.

Cenové regulace a černý trh

Za normálních okolností se ekonomika vyspělého státu nachází ve stavu rovnováhy a ceny jsou stanovovány trhem. V situaci, kdy však dochází k regulaci cen ze strany úřadů, vznikají určité odchylky a cenové regulace a černý trh mohou mít podobný ekonomický význam jako schodky. Cenové regulace jsou spojeny s existencí dvojích cen, a to oficiálních a cen na černém trhu. Obecně lze říci, že čím větší je rozdíl mezi skutečnými tržními cenami a regulovanými cenami, tím větší potíže v budoucnu nastanou. Z tohoto důvodu lze cenové regulace přirovnat k rozpočtovým schodkům, jelikož upozorňují na rozdíl, jenž bude muset být v budoucnu zaplacen.

Ekonomické a politické šoky

Tyto šoky lze charakterizovat jako nečekané významné události nepříznivě ovlivňující fungování ekonomiky. Tímto mohou dočasně působit na pokles tržních cen nejen akcií, ale i dalších finančních investičních instrumentů. Jelikož tyto šoky přichází z vnějšího prostředí, společnosti nemají v podstatě žádnou možnost, jak se danému problému vyhnout. Zároveň je však potřeba podotknout, že jak ekonomické, tak i politické šoky působí na daná odvětví odlišně. Ekonomickými šoky se rozumí například ropné šoky, obchodní a cenové války, hyperinflace či výrazné změny devizových kurzů důležitých světových měn. Mezi politické šoky lze zahrnout válečné konflikty, demisi vlád, revoluce či nečekané volební výsledky.

Jako příklad ekonomických šoků můžeme zmínit ropné šoky v 70. letech 20. století. Růst ceny ropy byl v té době propojen s růstem očekávané inflace a tím i růstem úrokových sazeb, což vedlo k poklesu kurzu akcií. Tyto šoky negativně zasáhly převážně automobilový, letecký a turistický průmysl. Naproti tomu pozitivní dopad měly pro společnosti zabývající se těžbou a zpracováním ropných produktů, u kterých akciové kurzy výrazně posilovaly.

Jako příklad politických šoků lze uvést výsledky parlamentních voleb v ČR v roce 1996, které doprovázely silný pokles kurzů akcií na českém trhu s cennými papíry a akciový index klesl v průměru o 4,14 %. (Musílek, 2002), (Veselá, 2011)

Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém

Investoři se zaměřují i na úroveň a funkci právního systému státu s důrazem na ochranu vlastnictví. Nedostatečná legislativa, a s tím spojené špatné fungování soudů ohrožuje soukromý majetek, jenž může být v nejhorším případě i znehodnocen či odcizen.

2.2 Odvětvová (oborová) analýza

Důvodem využívání odvětvové analýzy u akciových instrumentů je fakt, že akcie společností v různých ekonomických odvětvích (či oborech) reagují na vývoj ekonomiky odlišně, respektive nejsou stejně citlivé. Existuje u nich různá míra zisku, odlišná regulace státem či perspektiva dalšího rozvoje.

V rámci této analýzy však nemusí docházet pouze ke zkoumání odvětví, avšak i oborů. Jednotlivými odvětvími ekonomiky se rozumí například průmysl, stavebnictví, doprava či obchod. Ty lze však dále členit na pododvětví, například průmysl lze dále členit na strojírenství, energetiku apod. Další členění by obsahovalo jednotlivé obory, příp. podobory.

V rámci odvětvové (příp. oborové) analýzy se investor zaměřuje na identifikaci charakteristických znaků jednotlivých odvětví či oborů, přičemž mezi nejvýznamnější faktory patří citlivost odvětví na hospodářský růst, tržní struktura odvětví, způsoby státní regulace v odvětví a perspektivy budoucího vývoje odvětví.

2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Každé odvětví či obor reaguje na změny hospodářského cyklu rozdílně. Z pohledu citlivosti na tyto změny a jeho budoucí vývoj lze členit odvětví na cyklické, neutrální a anticyklické.

Odvětví cyklická

Do této oblasti patří většina společností v ekonomice. Tato odvětví dosahují v období expanze velice nadprůměrných hospodářských výsledků, naopak v období recese se dostávají do značných problémů. Do cyklického odvětví spadají společnosti produkující výrobky a služby v oblastech, jenž kupující může postrádat a pořídit si daný výrobek či službu v pro něj příznivější době. Díky této skutečnosti lze říci, že tato odvětví silně korelují s vývojem hospodářského cyklu, jelikož v období recese společnosti ztrácí odbyt, snižují se jim zisky a v důsledku toho také dochází k poklesu kurzů akcií. Příkladem těchto odvětví je například stavebnictví, elektrotechnika, doprava či bankovníctví.

Odvětví neutrální

Typickým znakem společností zahrnutých v tomto odvětví je skutečnost produkce výrobků či poskytování služeb, jež vykazují nízkou cenovou elasticitu. Tyto odvětví či obory nebývají příliš závislé na hospodářských cyklech. Jedná se převážně o společnosti, jež produkují nezbytné statky a jejich koupi nelze dlouhodobě odložit. Příkladem může být farmaceutický či potravinářský průmysl, prodej alkoholu, cigaret a jiné.

Odvětví anticyklické

Anticyklické odvětví je přesným opakem odvětví cyklického, tedy v období recese vykazuje velice uspokojivé hospodářské výsledky a slabší výsledky v období expanze. Jedná se spíše o obory, příp. podobory, nikoli o celá odvětví.

V tomto případě se jedná o produkci tzv. „Giffenova zboží“, jež se často také označuje jako „zboží nouze“ a obecně se jedná o nejlevnější životní potřeby jako chléb a jiné.

2.2.2 Tržní struktura odvětví

Tržní strukturu odvětví lze rozčlenit na monopolní, oligopolní a konkurenční. Důležité je uvědomit si, že zásadní dopady na hospodářské výsledky společnosti určuje to, v jakém tržním prostředí daná společnost působí.

Způsoby státní regulace v odvětví

Regulace ze strany státu mohou významně ovlivňovat činnost společností v daném odvětví, přičemž také mohou nabývat různorodých podob. První podobou vládní regulace je určování tzv. maximálních cen. Takovátto regulace společností snižuje ziskovou marži, což se negativně promítá do tržních cen jejich akcií. Nicméně někteří investoři takový typ společností považují za méně rizikový, a to z důvodu nižšího kolísání jejich zisků.

Mezi další vládní regulaci můžeme zmínit omezení či úplný zákaz vstupu dalších společností do odvětví. To se provádí například formou udělování licenčních podmínek. Touto regulací jsou společnosti již působící v daném odvětví určitým způsobem chráněny před konkurencí, což vede k růstu jejich akcií.

Dále zde můžeme zahrnout dotace a subvence, jež působí na ceny akcií daných podniků pozitivně. V případě negativního dopadu na akcie společností lze zmínit ty vládní regulace, jež vytváří dodatečné firemní náklady spojené například s ochranou životního prostředí či uvalováním sankcí.

Perspektivy budoucího vývoje odvětví

Základním prvkem úspěšné investiční strategie na akciových trzích je mimo jiné i volba dlouhodobě růstového odvětví. Při výběru vhodného odvětví investoři čerpají jak z analýzy minulých výsledků, tak i zároveň analyzují všechny možné varianty jeho dalšího vývoje. Velká pozornost je pak také věnována i očekávaným strukturálním změnám, jenž bývají spojeny s předpokládanými inovačními procesy. Následně si investor může vytvořit názor, jaký stupeň vědeckotechnického rozvoje je možné v daném odvětví očekávat a z toho vyvodit, zda má potenciál budoucího rozvoje či se naopak schyluje k budoucímu útlumu daného odvětví.

2.3 Analýza jednotlivých akciových společností a jejich akcií

Třetím a zároveň i posledním typem fundamentální analýzy je analýza jednotlivých akciových společností a jejich akcií. V případě, kdy by neexistoval dostatečný počet investorů ochotných akcie držet či obchodovat s nimi, akciové trhy by nemohly uspokojivě fungovat. To však závisí jednak na očekávaném budoucím vývoji ekonomiky, tedy na předpokládaném rozvoji jednotlivých odvětví či oborů, ale převážně také na pohledu investorů na dané individuálně sledované akciové společnosti a vlastnostech daných emisí. Základním měřítkem hodnocení daných akcií je tzv. „kvalita jejich emitenta“, tedy zda je společnost emitující dané akcie dlouhodobě schopna vytvářet zisk. Z tohoto důvodu si investoři zpracovávají podrobné analýzy vybraných akciových společností, jež se skládají ze tří na sebe navazujících dílčích etap:

- Retrospektivní analýza
- Analýza současné ekonomické situace podniku
- Perspektivní (výhledová) analýza.

Retrospektivní analýza je úvodní částí komplexní fundamentální analýzy dané akciové společnosti. Cílem této analýzy je charakteristika vývoje podnikové struktury v minulosti, s jakými finančními prostředky společnost disponovala, jaké vykazovala výnosy či změna vlastnických struktur. V této analýze se sleduje dlouhodobý vývoj mnoha finančních ukazatelů, jež investorovi poskytují náhled na celkový vývoj společnosti. Následně lze jednotlivé ukazatele i použít pro komparaci s ostatními společnostmi z daného odvětví či oboru. Zároveň je správné vypracování retrospektivní analýzy nezbytné k využití perspektivní analýzy, jež vychází právě z dat z minulosti a postupně je aproximuje do budoucnosti.

Druhá část komplexní fundamentální analýzy podniku se zaměřuje jeho současnou situací. To spočívá v analýze současných hospodářských výsledků a veškerých s tím souvisejících

ukazatelů. V případě drobných investorů či investorů s krátkodobou investiční strategií bývá analýza současné ekonomické situace podniku jedinou zkoumanou analýzou.

Perspektivní (výhledová) analýza je závěrečnou částí komplexní fundamentální analýzy podniku, jenž se zaměřuje jak na budoucí vývoj daného podniku, tak i na perspektivu daného odvětví či oboru. Zároveň také zohledňuje předpokládaný vývoj celé ekonomiky, ve které se daný podnik nachází. Důležitým bodem je tedy prognóza makroekonomických a odvětvových faktorů jako jsou úrokové sazby, měnové relace, míra inflace či velikost zdanění. V rámci konkrétních společností investoři nejčastěji analyzují inovační aktivity a vývoj kvality managementu. (Rejnuš, 2014)

2.3.1 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Existuje mnoho metodik a modelů ke stanovení vnitřní hodnoty akcie. Řada modelů je postavena na budoucích příjmech, jenž by za daných okolností měly být obdrženy akcionáři. Mezi takovéto modely patří například ziskový model, dividendový diskontní model či modely založené na cashflow. Další modely stanovují vnitřní hodnotu akcie z účetních výkazů společnosti, mezi tyto modely patří například bilanční model. U doplňkových modelů, též označovaných jako historické modely, se zase používají historická data ke stanovení vnitřní hodnoty akcie, mezi něž patří data o vývoji tržeb, kurzů či cashflow.

Nejpřesnějšími modely z teoretického i praktického hlediska jsou modely zohledňující časovou hodnotu peněz. Hodnota peněz se v průběhu času snižuje nejen v důsledku inflace, ale i náklady ušlých příležitostí. Mezi modely zahrnující i časovou hodnotu peněz lze zahrnout diskontní modely, ziskové modely a modely založené na cashflow. (Veselá, 2011)



Obrázek 2: Metody výpočtu vnitřní hodnoty akcie (Zdroj: vlastní zpracování dle Veselá, 2011)

2.3.1.1 Dividendové diskontní modely

Tyto modely se řadí mezi nepoužívanější a z teoretického hlediska nejkompexnější metody sloužící ke stanovení vnitřní hodnoty akcie. Principem těchto metod je diskontování očekávaných cashflow plynoucích z akcií (tedy dividend) na jejich současnou hodnotu, což jinými slovy znamená, že vnitřní (teoretickou) hodnotou akcie je její současná hodnota. (Rejnuš, 2014, str. 249)

Z pohledu časového hlediska držení jednotlivých akcií a povahou budoucích příjmů z akcie lze dividendové diskontní modely rozlišovat na dva typy:

- Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby.
- Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby.

Budoucími příjmy jsou myšleny dividendy a prodejní cena akcie v případě, kdy se uvažuje její brzký prodej.

Velký vliv na podobu dividendy mají u jednotlivých akciových společností především odvětví, v jenž dané společnosti působí, ale i současná finanční situace či životní fáze společnosti. V praxi se tudíž rozlišují různorodé modely vyplácení dividend:

- Dividendové diskontní modely s nulovým růstem.
- Jednostupňové dividendové diskontní modely s konstantním růstem.
- Vícetupňové dividendové diskontní modely. (Veselá, 2011)

Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby

Tyto modely je vhodné využívat k ocenění akcií v případech, kdy investor nebere v úvahu jejich prodej v blízké budoucnosti. Vnitřní hodnota akcie je tvořena současnou hodnotou budoucích dividend uvedených v absolutní částce či s využitím míry růstu dividend. V případě tohoto modelu se prodejní cena explicitně nevyužívá. V případě praktického využití těchto modelů musí investor počítat s tím, že s jejich pomocí nelze zachytit krátkodobé odchylky, avšak vyjadřují skutečnou hodnotu akcií z dlouhodobého hlediska. Důvodem neschopnosti zachycení krátkodobých odchylek je nezohledňování očekávané prodejní ceny. Výpočet vnitřní hodnoty lze vyjádřit:

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

Kde: VH = vnitřní hodnota akcie,

$D_1, D_2, D_3 \dots D_n$ = očekávané dividendy v jednotlivých letech,

k = požadovaná výnosová míra

P_n = očekávaná prodejní cena akcie po n roce držby. (Veselá, 2011)

Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby

Tento typ dividendových diskontních modelů investoři používají k ocenění akcií, jež jsou v blízké době připraveni prodat. Budoucí příjmy z prodeje akcií jsou sestaveny z očekávaných dividend vyplacených do samotného prodeje akcií a očekávanou cenou akcie v době prodeje. Tyto modely se povětšinou využívají u akcií s krátkou dobou držby, jelikož není možné sestavit očekávanou prodejní cenu akcií na dlouhé časové období. Způsob výpočtu vnitřní hodnoty akcie při krátké době držby je následující:

$$VH = \frac{D_1}{1+k} + \frac{P_1}{1+k} \quad (2)$$

Kde: D_1 = očekávaná dividenda v následujícím roce,

k = požadovaná výnosová míra,

P_1 = očekávaná prodejní cena akcie po roce držby.

Dividendové diskontní modely s nulovým růstem

Dividendové diskontní modely s nulovým růstem jsou používány u akciových společností, jenž vyplácejí konstantní výši dividend. Investor v takovémto případě nemusí určovat míru růstu dividend, jelikož v každém roce mají stejnou hodnotu. Právě stejná hodnota dividend je hlavní nevýhodou těchto modelů, což se v ekonomické realitě moc často nestává. Naopak výhodou těchto modelů může investor spatřit v relativně rychlém určení vnitřní hodnoty akcie. Z časového hlediska můžeme rozdělit tyto modely do dvou typů:

- Dividendový diskontní model s nulovým růstem s konečnou dobou držby.
- Dividendový diskontní model s nulovým růstem s nekonečnou dobou držby.

Jednostupňové dividendové diskontní modely s konstantním růstem

Základním charakteristickým rysem těchto modelů je, že se v nich počítá jen s jednou konstantní mírou růstu dividend, a to po celé časové období. Mezi hlavní konstrukční prvky k sestavení těchto modelů jsou konstantní požadované výnosové míry, konstantní dividendový výplatní poměr a konstantní rentabilita vlastního kapitálu příslušného emitenta akcií. Tyto

modely jsou z pohledu finančních analytiků nejpoužívanější podobou dividendového diskontního modelu. Z časového hlediska rozlišujeme tyto modely na dva typy:

- Jednostupňový dividendový diskontní model s konečnou dobou držby.
- Jednostupňový dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby.

Právě jednostupňový dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby, též označovaný jako Gordonův model, se finančními analytiky používá nejčastěji. Tento model lze využít pouze za předpokladu, že míra růstu dividend (označována jako g) je neměnná, a přitom nižší než požadovaná výnosová míra. Dále by mělo být zachováno i to, že míra růstu dividend hodnocených akcií by neměla přesáhnout míru růstu celé ekonomiky. (Rejnuš, 2014, str. 254)

K realizaci a využívání Gordonova modelu se užívá vzorec:

$$VH = \frac{D_1}{k - g} \quad (3)$$

Kde: D_1 = očekávaná dividenda,

k = požadovaná výnosová míra,

g = tempo růstu dividend v nadcházejících letech.

Požadovaná výnosová míra (K_e) je velice významným bodem pro převádění budoucích dividend na jejich současnou hodnotu. Požadovanou výnosovou míru lze vyjádřit například za pomoci modelu CAPM. (Kalinowski, 2021)

$$k = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (4)$$

Kde: R_f = bezriziková výnosová míra ze státních dluhopisů,

β = beta faktor, jenž sleduje volatilitu výnosové míry akcie k akciovému trhu,

R_m = výnosová míra z tržního akciového portfolia.

K sestavení očekávaného růstu dividend (g) lze použít tzv. udržovací růstový model.

$$g = ROE * B \quad (5)$$

Kde: ROE = podíl čistého zisku na akcii vůči vlastnímu kapitálu na akcii,

B = podíl čistého zisku na akcii ponížený o dividendu na akcii a čistého zisku na akcii.

Možnosti praktického využití Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu jsou omezeny na splnění daných základních předpokladech:

- Veličina míry růstu dividend musí být nižší než veličina požadované výnosové míry.
- Dividendy musí vykazovat neměnné tempo růstu či poklesu napříč celou nekonečnou dobou držby.
- Požadovaná výnosová míra a s tím spojená celková úroveň rizika a likvidity musí být uvažována po celou dobu držby akcie jako neměnná.
- Gordonův model je striktně založen na předpokladu nekonečné doby držby akcie, jelikož vznikl součtem nekonečné geometrické řady konstantně rostoucích dividend.
- Nepostradatelným údajem pro aplikování Gordonova modelu jsou informace o současné či očekávané dividendě.

Z výše uvedených podmínek k využití Gordonova modelu vyplývá, že naplnění těchto bodů je v praxi jen velice těžce splnitelné. Investoři a ekonomové avšak oceňují u tohoto modelu přímou a jednoznačnou schopnost formulace faktorů, jenž mají dopad na vnitřní hodnotu akcie. Mezi další výhody využití tohoto modelu je také jeho skromnost na množství požadavků vstupních dat a jednoduchou a rychlou proveditelnost výpočtu. Využití tak může najít například při oceňování společností nacházejících se ve fázi dospělosti svého životního cyklu či společností pohybujících se v neutrálním, monopolním či regulovaném odvětví. (Veselá, 2011, str. 345 – 348)

Vícestupňové dividendové diskontní modely

Vícestupňové dividendové diskontní modely se využívají v případech, kdy jednostupňové modely selhávají. V tomto typu diskontních modelů se využívá několik odlišných neměnných měr růstu či poklesu dividend, kdy počet stupňů v jejich označení znázorňuje počet období, v nichž jsou tyto jednotlivé míry růstu či poklesu dividend využity. Mezi nejčastěji používané modely tohoto typu se řadí dvoustupňové, třístupňové a čtyřstupňové modely. Jako příklad si můžeme uvést dvoustupňový dividendový model, jenž je vhodnou metodou k oceňování akcií růstových společností nacházejících se ve 3. fázi svého životního cyklu, společností z cyklických odvětví či akcií společností s vysokou mírou očekávání podstatné změny ve vývoji dividend.

Jejich struktura napomáhá přesněji znázorňovat vývoj hospodaření společnosti v rámci jeho tzv. životního cyklu, jenž se v daných fázích může výrazně lišit. I z tohoto důvodu jsou

finančními analytiky často používány, a to i přesto, že se jedná o složitější typ modelů. (Rejnuš, 2014, str. 256)

2.3.1.2 Ziskové modely

Ziskové modely patří k nejčastěji využívaným metodám ke stanovení vnitřní hodnoty akcií. V porovnání s první metodou, tedy s dividendovými diskontními modely však nejsou postaveny na očekávaných dividendách, nýbrž na velikosti očekávaného zisku daného emitenta akcií připadajícího na jednu kmenovou akcii. Oproti dividendovým diskontním modelům jsou častěji využívány v investiční praxi a cílí na kratší investiční horizont, jenž zpravidla dosahuje maximálně tří let.

Ziskové modely operují s veličinou čistého zisku, jenž zpravidla různými způsoby rozkládají či upravují. Na základě těchto úprav následně lze vyjádřit různé ukazatele, jež jsou často využívány na kapitálových trzích. Propojením s kapitálovými trhy lze také vyvodit, že největší využití nachází v ekonomikách s vysoce rozvinutými kapitálovými trhy.

Nejoblíbenějším a nejpoužívanějším ukazatelem kapitálového trhu je ukazatel P/E (price/earnings) ratio. Tento ukazatel je dennodenně hojně využíván v odborném tisku, analytických zprávách či v burzovním zpravodajství. Je vyjádřen poměrem mezi aktuální tržní cenou akcie (price) a čistým ziskem, jenž připadá na jednu akcii (earnings). Lze tedy říci, že vyjadřuje, kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu zisku produkovaného společností emitující danou akcii. (Veselá, 2011, str. 371)

Tento ukazatel lze při praktickém využití rozdělit na tři typy, a to na běžné /E, normální P/E a Sharpovo P/E ratio.

Běžné P/E

Tento typ P/E ratia znázorňuje poměr aktuálního kurzu akcie a běžného zisku na akcii. V praxi tento ukazatel bývá využíván nejčastěji a je povětšinou uváděn i na kurzovních lístcích.

Normální P/E

Základním prvkem pro vytvoření normálního P/E ratia je Gordonův jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem. Čistý zisk společnosti je v případě tohoto ukazatele rozčleněn na dvě části, tedy na zisk vyplácený formou dividend a zisk společností zadržován. Ukazatel normálního P/E ratia lze následně vyjádřit takto:

$$P/E_n = \frac{p}{k - g} \quad (6)$$

Kde: P/E_n = ukazatel normálního P/E ratio,
 p = dividendový výplatní poměr,
 k = požadovaná výnosová míra z akcie,
 g = míra růstu zisku.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie za pomoci ziskového modelu je proveden následovně:

$$VH = \frac{p}{k - g} * E_1 \quad (7)$$

Kde: E_1 = očekávaný zisk v následujícím roce na jednu akcii.

Sharpovo P/E ratio

Základním stavebním kamenem Sharpova P/E ratia je, podobně jako u normálního P/E ratia, Gordonův jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem pozměněn na ziskový model. Hlavní odlišnost oproti normálnímu P/E ratiu se nachází v poměření kurzu akcie k běžnému zisku na akcii, viz rovnice:

$$P/E_s = \frac{p(1 + g)}{k - g} \quad (8)$$

V případě, kdy hodnota Sharpova P/E je větší než hodnota běžného P/E, lze danou akcii považovat za podhodnocenou. V opačném případě je daná akcie nadhodnocená. V případě rovnosti obou typů P/E ratia je akcie oceněna správně. (Veselá, 2011, str. 373 – 379)

Z pohledu doplňkového charakteru lze ještě zmínit historické P/E ratio, jenž je znázorněno poměrem historických, povětšinou vyhlazených a zprůměrovaných dat o kurzech akcií a čistých ziscích na akcii. Tento typ ukazatel však investor může brát pouze jako indikativní a při správném ocenění akcie by měl hrát pouze vedlejší roli.

Ze ziskových modelů ve stručnosti můžeme zmínit ještě P/BV (price/book value) ratio, jenž je druhým nejpoužívanějším ukazatelem z kategorie ziskových modelů. Znázorňuje poměr kurzu akcie na účetní hodnoty na akcii, kdy veličina účetní hodnoty na akcii je v podstatě účetní hodnotou vlastního kapitálu na akcii. Konečná hodnota udává informaci o tom, na kolik korun si investoři cení jedné koruny vlastního kapitálu společnosti emitující danou akcii, respektive kolik korun jsou investoři ochotni zaplatit za jednu korunu vlastního kapitálu dané společnosti.

2.3.1.3 Bilanční modely

Pomocí bilančních modelů se zpracovávají informace získané z rozvahy. Na základě vybraných metod a postupů jsou oceňovány jednotlivé složky aktiv a pasiv dané společnosti. Tyto modely mají za cíl správné ocenění společnosti a určení vnitřní hodnoty jejich aktiv. Metody bilančních modelů, pomocí nichž se stanovuje vnitřní hodnota akcie, se rozdělují podle výchozích bodů daných veličin. Mezi tyto veličiny lze zahrnout nominální hodnota akcie, účetní hodnota akcie, likvidační hodnota akcie či reprodukční hodnota akcie.

2.3.1.4 Historické modely

V historických modelech se operuje s veličinami akciového kurzu, tržbami, výší dividend, účetní hodnotou a cash flow. Průměruje se minulý vývoj uvedených veličin a dále se z vypočtených průměrů se vytváří historické poměry vždy průměrného akciového kurzu k průměrným hodnotám zbývajících veličin. Následně se veličiny násobí očekávanou velikostí tržeb, dividend, účetní hodnotou a cash flow.

Historické metody jsou metodou ohodnocovací, tedy v porovnání s předchozími modely nezahrnují časovou hodnotu peněz. To znamená, že údaje o dividendách, ziscích, cash flow či jiných firemních hodnotách nepřevádí, a tedy nedochází k diskontování na současnou hodnotu.

Model P/S

Ukazatel P/S porovnává historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii. Jako hlavní výhodu tohoto ukazatele může investor spatřit v tom, že jej lze využít i v případě, kdy společnost generuje záporný zisk.

$$P/S = \frac{P_a}{S_a} \quad (9)$$

Kde: P_a = průměrný historický tržní kurz akcie,

S_a = průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii.

Vnitřní hodnota akcie se na závěr určí jako součin poměru ceny k tržbám (P/S) a očekávaných tržeb společnosti v nadcházejícím roce.

$$VH = \frac{P_a}{S_a} * D_1 \quad (10)$$

Model P/D

Tento model poměřuje průměrný historický tržní kurz akcie a průměrnou historickou výši dividend na jednu akcii. Výpočet pomocí modelu P/D je vyjádřen:

$$P/D = \frac{P_a}{D_a} \quad (11)$$

Kde: P_a = průměrný historický kurz na akcii,

D_a = průměrná historická výše dividend na akcii.

Vnitřní hodnota akcie se u modelu P/D na závěr určí jako součin ukazatele P/D s očekávanou hodnotou dividendy v nadcházejícím roce.

$$VH = \frac{P_a}{D_a} * D_1 \quad (12)$$

Jako další modely lze ještě zmínit model P/BV a model P/CF. Model P/BV poměřuje průměrný historický tržní kurz akcie a průměrnou historickou výši účetní hodnoty na jednu akcii. Výpočet vnitřní hodnoty pomocí modelu P/BV je následovný:

$$VH = \frac{P_a}{BV} * D_1 \quad (13)$$

Model P/CF je naproti tomu založen na poměření průměrného historického tržního kurzu akcie s průměrnou historickou úrovní cash flow na akcii.

2.3.1.5 Model nadměrného výnosu

Tento model spadá pod skupinu modelů zaměřených na cash flow a byl zveřejněn v knize Damodaran on Valuation profesorem Aswathem Damodaranem, působícím na Newyorské univerzitě.

Pro správný výpočet vnitřní hodnoty akcie prostřednictvím tohoto modelu je nezbytné vyjádřit míru aktuálně investovaného kapitálu a očekávaný budoucí nadměrný výnos, jenž je znázorněn pomocí rentability vlastního kapitálu (ROE).

$$VH = \frac{VK}{PA} + (ROE - k) * \frac{VK}{PA} \quad (14)$$

Kde: PA = počet akcií,

VK = vlastní kapitál.

2.3.2 Finanční analýza společnosti

Finanční analýza je finančními analytiky brána jako jeden z nejdůležitějších způsobů fundamentální podnikové analýzy, jenž při aplikaci daných postupů pomáhá investorovi provést analýzu finančního hospodaření dané společnosti. Za výchozí bod této analýzy lze uvést pohled do minulosti, jinými slovy pracuje s historickými daty. Následně na základě daných finančních ukazatelů slouží k odhadu vývojových trendů dané společnosti, případně k rozpoznání závad jejich hospodaření či silných stránek.

V žádné zemi zároveň neexistuje závazná metodika k sestavování finanční analýzy, tudíž jí lze aplikovat z různých důvodů a hledisek. Metodika je tedy volena přímo finančními analytiky, jenž do ní zohledňují konkrétní cíle jejich zkoumání. Podstatou je rozbor různých vstupních dat, avšak nejvýznamnějších a pro sestavení finanční analýzy zcela nezbytným zdrojem informací je vždy účetní závěrka společnosti, tedy rozvaha a výkaz zisků a ztrát.

Pro vytvoření finanční analýzy je možné využít různých druhů metod, z nichž nejčastěji využívanými jsou:

- Vertikální analýza.
- Horizontální analýza.
- Analýza poměrových ukazatelů. (Rejnuš, 2014, str. 267 – 269)

Vertikální analýza

Při vertikální analýze se využívá procentní rozbor absolutních ukazatelů, a to stavových (např. stav vlastního kapitálu společnosti k 1. lednu daného roku) a tokových (např. zisk, kterého společnost dosáhla za první čtvrtletí). Pomocí této analýzy se zjišťuje velikost procentních podílů jednotlivých položek rozvahy na celkových aktivech (obsahuje informace, do jakých aktiv společnost investovala svůj kapitál) a velikost procentních podílů jednotlivých položek na celkových pasivech (znázorňují, jakými zdroji společnost svá aktiva financovala).

Vertikální analýza se využívá nejčastěji při pozorování společnosti v rámci delšího časového horizontu, tudíž umožňuje porovnávání analyzované společnosti se společnostmi podobného zaměření. Nevýhodou lze však spatřit v tom, že pomocí ní finanční analytik neodhalí příčiny vzniku jednotlivých změn v analyzovaném období.

Horizontální analýza

V případě horizontální analýzy dochází k analyzování trendů v rozvaze a výsledovce dané společnosti. Pomocí této analýzy lze komparovat absolutní a relativní ukazatele, v důsledku čehož lze výstupy vyjádřit ve formě indexů či diference (rozdílu). V případě indexu se jedná o zjišťování „o kolik procent se jednotlivé položky změnilo oproti minulému roku“, v případě diference se naopak zjišťuje „o kolik se změnilo v absolutních číslech“. Základním předpokladem úspěšného využití této analýzy je však nutnost existence dostatečně dlouhých časových řad sledovaných údajů a jejich vzájemná porovnatelnost.

Cíl horizontální analýzy lze definovat jako kvantifikování změn jednotlivých účetních položek v čase (k danému minulému účetnímu období), respektive zkoumání změn váhy jednotlivých položek v celkovém kontextu. Z tohoto důvodu je tato analýza v mnoha případech označována za „analýzu trendů“. (Rejnuš, 2014, str. 270)

Analýza poměrových ukazatelů

K aplikaci analýzy poměrových ukazatelů se používají účelově vytvářené finanční poměrové ukazatele vznikající vzájemným vydělením daných účetních položek, jež byly získány z finančních výkazů společnosti. Nejdůležitějším předpokladem je existence příhodných souvislostí ukazatelů, tedy aby splňovaly kritéria k řešení konkrétní úlohy. Mezi nejčastěji používané poměrové ukazatele k ohodnocení bank patří:

- Ukazatel rentability.
- Ukazatel likvidity.
- Ukazatel kapitálové přiměřenosti.

Ukazatel rentability

Z pohledu stávajících i potenciálních akcionářů jsou ukazatele rentability (výnosnosti) řazeny mezi nejsledovanější poměrové ukazatele. Pomocí těchto ukazatelů se měří úspěšnost společnosti komparací jejích zisků (výsledků hospodaření) s ukazateli znázorňujícími prostředky vynaložené na dosažení tohoto zisku. Jinými slovy informují o schopnosti společnosti vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku.

Při konstrukci vzorce se používá ve jmenovateli zdroj potřebný k dosažení daného zisku, zatímco v čitateli je využíván zisk. Tento zisk je analyzován odlišnými hledisky, mezi něž nejčastěji patří:

- EAT (Earnings After Taxes) = čistý zisk po zdanění.
- EBT (Earnings Before Taxes) = zisk před zdaněním.
- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) = zisk před (nákladovými) úroky a zdaněním.
- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) = zisk před započtením úroků, daní a odpisů.

Mezi nejčastěji používané poměrové ukazatele při analyzování úspěšnosti podnikatelské činnosti bank patří:

- **Rentabilita průměrného vlastního kapitálu (ROAE)**, jenž znázorňuje efektivitu zhodnocení kapitálu vlastníků, jenž do banky vložili.

$$ROAE = \frac{EAT}{VK_{pr}} * 100 \quad (15)$$

Kde: VK_{pr} = průměrný stav vlastního kapitálu.

- **Rentabilita průměrných aktiv (ROAA)**, jenž udává efektivitu využívání aktiv banky. Jinými slovy lze pomocí tohoto ukazatele vyjádřit, kolik peněžních jednotek zisku náleží na jednu jednotku aktiv.

$$ROAA = \frac{EAT}{A_{pr}} * 100 \quad (16)$$

Kde: A_{pr} = průměrný stav aktiv.

Ukazatele likvidity

Pomocí těchto ukazatelů se vyjadřuje schopnost společnosti dostát svým závazkům v době jejich splatnosti. V případě bank jsou pravidla řízení likvidity stanovována Českou národní bankou a každá banka musí část svých aktiv udržovat v likvidní podobě. Mezi tato aktiva patří nejčastěji pokladní hotovost, prostředky na běžných účtech u jiných bank, státní pokladniční poukázky či krátkodobé dluhopisy. V případě nízké likvidity je banka povinna situaci neprodleně zlepšit, což může provést například prodejem likvidních aktiv nebo získáním úvěru. Likviditu lze rozdělit do více kategorií:

- **Okamžitá likvidita**, jenž znázorňuje vztah mezi vysoce likvidními aktivy banky a okamžitě splatnými závazky banky. Těmito aktivy je například pokladní hotovost,

vklady u centrální banky (povinné minimální a dobrovolné rezervy) či netermínované vklady u jiných bank. Mezi okamžitě splatné závazky banky můžeme zahrnout netermínované vklady klientů či okamžitě splatné závazky od jiných bank. Zajištění likvidity značí hodnota minimálně 0,2, doporučená hodnota je 0,5.

$$L_o = \frac{\text{vysoce likvidní aktiva}}{\text{okamžitě splatné závazky}} \quad (17)$$

- **Běžná likvidita**, jenž znázorňuje rovnovážný poměr likvidních aktiv a krátkodobých závazků. Mezi likvidní aktiva lze zahrnout aktiva okamžité likvidity, jež doplňují státní pokladniční poukázky a likvidní dluhopisy. Krátkodobými závazky se rozumí závazky splatné do jednoho roku. Přijatelným intervalem hodnot je rozmezí 1,5 – 2,5.

$$L_b = \frac{\text{likvidní aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (18)$$

- **Dlouhodobá likvidita**, jenž je tvořena je tvořena dlouhodobými úvěry a dlouhodobými závazky, tedy jejich doba splatnosti je delší než jeden rok.

$$L_d = \frac{\text{dlouhodobé úvěry}}{\text{dlouhodobé závazky}} \quad (19)$$

- **Ukazatel krytí likviditou** (Liquidity Coverage Ratio – LCR) je tvořen vysoce kvalitními likvidními aktivy (hotovost, vklady u centrální banky, obchodovatelné cenné papíry) a celkovým čistým odlivem během příštích 30 dní (rozdíl očekávaného odlivu a očekávaného přílivu finančních prostředků). U tohoto ukazatele je minimální požadovaná hodnota stanovena na 100 %, tedy zásoba vysoce likvidních aktiv by se měla přinejmenším rovnat celkovému čistému odlivu. (Černohorský, 2020, str. 344)

$$\text{LCR} = \frac{\text{vysoce likvidní aktiva}}{\text{okamžitě splatné závazky}} \quad (20)$$

Ukazatel kapitálové přiměřenosti

V reálné ekonomice se tento ukazatel označuje jako Basel III a je určen k posouzení, zda je daná banka v dostatečné míře kryta kapitálem. Jedná se o nejsledovanější ukazatel bankovní činnosti, jenž vyjadřuje důvěryhodnost a finanční stabilitu banky. Kapitálová přiměřenost vyjadřuje poměr mezi kapitálovými zdroji a velikostí rizik. Tento poměr je monitorován a upravován regulátorem dané ekonomiky. (Černohorský, 2020, str. 347)

V současné době je minimální hodnota kapitálu vůči rizikově váženým aktivům stanovena na 8 %. K této 8% hodnotě je dále přidána ještě bezpečnostní kapitálová rezerva (2,5 %), proticyklická rezerva (až 2,5 %) a kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika (až 3 %). Poslední z rezerv ke krytí systémového rizika platí pouze pro banky definované orgánem dohledu. V České republice mezi tyto banky patří například ČSOB či Česká spořitelna. (ČNB, 2024b)

$$KP = \frac{Tier_1 + Tier_2 + Tier_{3využitý}}{A + B + C} \quad (21)$$

Tier 1 znázorňuje splacený základní kapitál navýšený o rezervní fondy a nerozdělený zisk, zisk z běžného období a emisní ážio, naopak se snižuje o goodwill, hodnotu vlastních akcií, ztrátu z běžného období a jiný nehmotný majetek. Hodnota Tier 2 ve vzorci vyjadřuje tzv. dodatkový kapitál a Tier 3 značí kapitál na krytí tržního rizika. Znakem A se vyjadřuje kapitálový požadavek k úvěrovému riziku, označení B značí kapitálový požadavek k tržnímu riziku a C je kapitálový požadavek k operačnímu riziku. Dále by se hodnota kapitálové přiměřenosti neměla pohybovat pod hranicí 8 %, jenž stanovila Česká národní banka.

3 Analýza makroekonomické situace a bankovního sektoru

V této kapitole se zaměříme na analýzu globální makroekonomické situace a bankovního sektoru v České republice v rámci odvětvové analýzy. V rámci analýzy makroekonomické situace je sledován vývoj reálného HDP a státního rozpočtu, peněžní agregáty, úrokové sazby, inflace a pohyb zahraničního kapitálu. Odvětvová analýza obsahuje ukazatele ziskovosti bankovního sektoru, objem poskytnutých úvěrů bankami a vývoj kapitálové přiměřenosti. Ukazatel ziskovosti bankovního sektoru byl zpracován za roky 2016 až 2022, ostatní ukazatele jsou zpracovány za roky 2016 až 2023. Obě tyto části jsou nezbytné ke komplexnímu posouzení investičního prostředí a rizik, jež ovlivňují výkonnost českého bankovního sektoru a společnosti podnikající v tomto odvětví. Tato data následně budou zohledněna při stanovení investičního doporučení.

3.1 Makroekonomická analýza České republiky

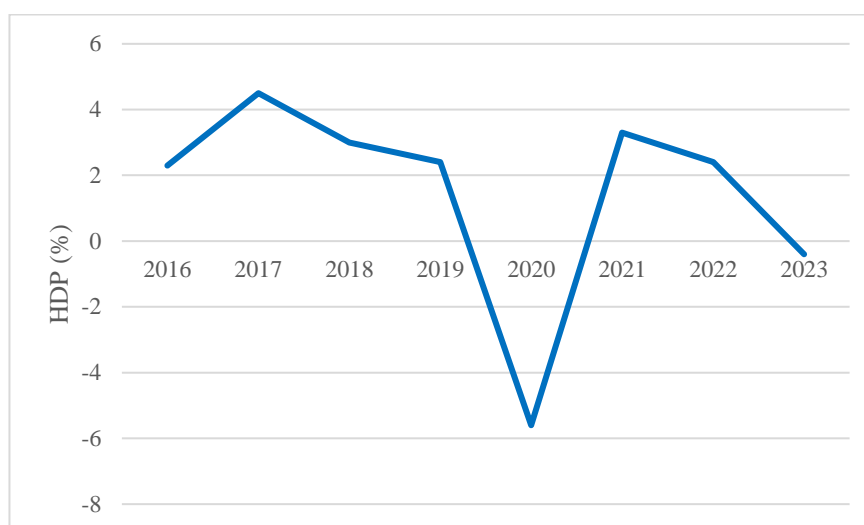
Makroekonomická analýza (často přezdívána globální) je zaměřena na vliv ekonomiky na tvorbu kurzu akcie, jinými slovy, jak je cena akcie ovlivňována situací v dané ekonomice. V následujících podkapitolách budou důkladně zanalyzovány nejvýznamnější faktory podílející se na tvorbě kurzu akcie.

Makroekonomická analýza vychází z dostupných údajů uveřejněných společnostmi Deloitte, Českou národní bankou, Českým statistickým úřadem a Ministerstvem financí.

3.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Z dlouhodobého časového hlediska akciové trhy opisují vývoj ekonomiky, tedy v případě růstu ekonomiky, lze podobný trend vypožorovat i na akciových trzích a naopak. Výkonnost ekonomiky lze pozorovat pomocí ukazatele hrubého domácího produktu.

Graf 1: Vývoj reálného HDP v ČR za roky 2016 - 2023



Zdroj: vlastní zpracování dle czso.cz

V grafu 1 je znázorněn vývoj české ekonomiky od roku 2016 do roku 2023. V tomto období můžeme pozorovat růst ekonomiky po globální ekonomické krizi, stabilizaci růstu HDP, následně i historický propad HDP způsobený pandemií koronaviru a postupný návrat k normálnímu fungování ekonomiky.

Po globální ekonomické krizi se situace začala stabilizovat, což lze vidět i na vývoji HDP za rok 2016, kdy česká ekonomika vzrostla o 2,3 %. Tento růst byl způsoben především rostoucí spotřebou domácností a zahraniční poptávkou. I následující rok se nesl v duchu dalšího růstu ekonomiky, jenž byl podpořen lepším než původně očekávaným vývojem v eurozóně. Další pozitivní dopad mělo také zlepšení všech složek domácí poptávky podpořených nízkými úrokovými sazbami a vyšším čerpáním prostředků z fondů Evropské unie.

Již od počátku roku 2018 jsme mohli sledovat známky pozvolného zpomalování růstu české ekonomiky. Bylo velice obtížné navázat na výsledky z předcházejícího roku, jenž ovlivnilo dočerpávání fondů EU z předchozího programového období. Jinými slovy lze říci, že se ekonomika začala vracet k dlouhodobě udržitelnému tempu. Dalším významným faktorem bylo zpomalení růstu v zahraničí, kdy se například v Německu v prvních třech čtvrtletích zpomalil růst HDP o 0,6 % oproti roku předcházejícímu. Pomalejší růst zahraniční poptávky se také odrážel prostřednictvím nižší dynamiky vývozu.

Rok 2019 se nesl ve znamení naplnění očekávání „měkkého přistání“ české ekonomiky. V první polovině roku se růst HDP pohyboval na stejné úrovni jako na konci roku 2018, načež

v druhé polovině roku došlo k mírnému zpomalení. Důležitou roli sehrála v tomto roce spotřeba, a to domácností a vlády. Poptávka domácností po spotřebě pramenila z nízké nezaměstnanosti a rychlého růstu mezd, zatímco vládní výdaje vycházely z vyššího inkasa daní a deficitního hospodaření centrální vlády. Naopak pokles byl zaznamenán u firemních investic, na které dopadly obavy ze zhoršování ekonomické situace v zahraničí.

Rok 2020 byl významným způsobem ovlivněn neočekávaným externím šokem v podobě probíhající pandemie koronaviru. V důsledku postupného uzavírání ekonomiky a přijímání restrikcí se HDP v České republice propadlo ve 2. čtvrtletí meziročně o 10,7 % a jednalo se o největší propad v historii republiky. Průběh pandemie také měnil výkonnost jednotlivých odvětví, kdy v první vlně byla zasáhuta všechna odvětví, zatímco v druhé vlně docházelo dokonce k meziročnímu zvyšování průmyslu. Naopak v sektoru služeb se tržby propadly až o 85 %.

Začátek roku 2021 byl spojen s jedním z nejprísnejších lockdownů vůbec, což vedlo k dalšímu meziročnímu propadu HDP za 1. čtvrtletí o 2,5 %. Ve druhém čtvrtletí došlo k růstu HDP o 8,5 %, avšak je potřeba zmínit nízkou srovnávací základnu za předchozí rok. V dalších čtvrtletí česká ekonomika zaznamenala růst 3,1 %, respektive 1,2 % oproti roku 2020. Růst byl tažen především výdaji na konečnou spotřebu domácností, naopak zpomalovacím faktorem bylo saldo zahraničního obchodu.

V roce 2022 se k negativním ekonomickým dopadům pandemie, přidala energetická krize, jenž je výrazně promítnuta v makroekonomických datech. Ekonomika se také potýkala s problémy v dodavatelských řetězcích a probíhající válkou na Ukrajině. V případě analýzy HDP je nutné tento rok rozdělit do dvou polovin. V první polovině byla ekonomika podporována postpandemickou obnovou. V druhé polovině se již významně projevoval vliv vysoké inflace na reálnou hodnotu příjmů a úspor domácností a následně i jejich spotřebu, tedy celý hrubý domácí produkt. Celkově za rok 2022 HDP vzrostlo o 2,4 % oproti roku předcházejícímu.

Českou ekonomiku v roce 2023 negativním způsobem ovlivnila vysoká inflace, což lze doložit na příkladu českého hrubého domácího produktu, jenž jako jediný ze všech členských států EU nedosáhl předpandemické úrovně. Ekonomika stagnovala a vykázala pokles HDP dvě čtvrtletí po sobě, čímž se dostala do recese. HDP bylo o 0,4 % nižší než v roce 2022 a negativně bylo ovlivněno výdaji na konečnou spotřebu domácností a změnou stavu zásob.

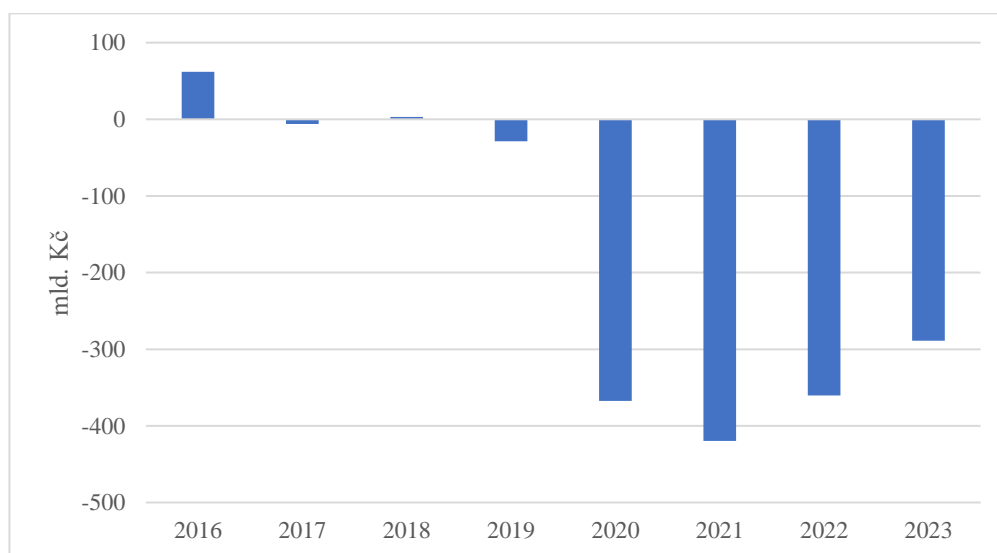
Vývoj HDP v České republice na následující roky prognózuje Česká národní banka. V roce 2024 se počítá s růstem 0,6 %, v roce 2025 se pak počítá s růstem 2,4 %. Česká národní banka tedy počítá s obnovením růstu, jenž však bude velice umírněný. Prognóza Ministerstva financí počítá s růstem ekonomiky v roce 2024 o 1,2 %, a to při obnoveném růstu spotřeby domácností. (mfc.cz, 2024)

3.1.2 Fiskální politika

Mezi nejsledovanější faktory v rámci fiskální politiky patří ukazatele tempa růstu státního dluhu, vývoje schodků státních rozpočtů a vývoje státního dluhu.

Graf 2 udává vývoj státního rozpočtu České republiky od roku 2016 do roku 2023. Již při prvním pohledu na tento graf je patrná rozdílnost výsledku hospodaření v daných letech.

Graf 2: Státní rozpočet ČR za roky 2016 - 2023



Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

Vůbec nejlepšího výsledku za zvolené časové období bylo dosaženo hned v roce 2016, kdy stát hospodařil s rekordním přebytkem 61,8 mld. Kč. K tomuto výsledku hospodaření napomohly úspory na výdajové straně státního rozpočtu, a to zejména běžné výdaje, u kterých bylo možné pozorovat úspory u většiny položek. Došlo také k významné úspoře úrokových výdajů, a to z důvodu nízkých úrokových sazeb. Z pohledu příjmů se nejvíce podílelo na výsledku hospodaření vyšší než plánované inkaso daňových příjmů včetně pojistného na sociální zabezpečení. Dluh vládního sektoru dosahoval 36,8 % HDP.

Výsledek hospodaření České republiky se v roce 2017 dostal do mírného schodku, a to na hodnotu -6,2 mld. Kč. Státu se dařilo navyšovat daňové a odvodové příjmy, a to v důsledku nízké nezaměstnanosti a růstu mezd. Naopak docházelo ke zvýšení objemu vyplácených sociálních dávek, díky čemuž výdajová strana vzrostla o 60 mld. Kč oproti předcházejícímu roku. Dluh vládního sektoru se oproti předchozímu roku zvýšil na 39,4 % HDP, a to z důvodu zvýšení emisní aktivity Ministerstva financí.

V roce 2018 stát hospodařil s přebytkem 2,9 mld. Kč. Podstatný dopad na výsledek hospodaření měly daňové příjmy včetně pojistného na sociální zabezpečení. Pozitivní dopad na státní výdaje mělo efektivní řízení finančních toků souvisejících s obsluhou státního dluhu, jež vedly k úspoře ve výši 4,5 mld. Kč. Vládní dluh klesl oproti roku 2017 o 14,5 mld. Kč, což v relativním vyjádření odpovídá 32,6 % HDP.

Rok 2019 byl zakončen se schodkem 28,5 mld. Kč. Došlo k meziročnímu zvýšení příjmů o 7,7 %, naproti tomu výdaje vzrostly o 9,2 %. Celkový dluh vládního sektoru se dostal na hodnotu 1738 mld. Kč, tedy došlo k meziročnímu snížení na 30,2 % HDP.

V roce 2020 skončilo hospodaření státního rozpočtu schodkem ve výši 367,4 mld. Kč. Zásadní dopad na tento výsledek měla protipandemická opatření, jež významně omezila ekonomickou aktivitu převážně v oblasti tržních služeb. To společně s úlevami podnikatelským subjektům znamenalo výrazný pokles daňového inkasa. Naproti tomu se také významně zvýšila potřeba výdajových transferů na podporu zasažených odvětví i pracovníků. Státní dluh se za tento rok zvýšil na 35,9 % HDP. Saldo vládního sektoru po čtyřech letech mírného růstu kleslo o 5,9 % HDP.

Výsledek hospodaření v roce 2021 skončil s historicky nejvyšším schodkem ve výši 419,7 mld. Kč. Zároveň se Česká republika stala v tomto roce nejrychleji se zadlužující zemí Evropské unie a zemí s jednou z nejnižších měr ekonomického růstu v EU. Dluh vládního sektoru se navýšil na 42 % HDP a dosáhl úrovně 2566,8 mld. Kč, jehož velkou část byla tvořena emitovanými dluhovými cennými papíry.

V roce 2022 byl schválen schodek 280 mld. Kč, avšak vypuknutí války na Ukrajině a s tím zvýšené ceny energií vedly k celkovému vládnímu schodku ve výši 360,4 mld. Kč. Nejvíce v tomto roce rostly výdaje na důchody. Meziročně narostl státní dluh o 429,1 mld. Kč, tedy na 42,9 % HDP.

Rok 2023 byl zakončen s nižším než předpokládaným deficitem, který činil 288,5 mld. Kč. K tomuto výsledku přispěly vyšší než očekávané příjmy z Evropské unie a z výběru daní právnických osob (především vyplacené dividendy od společnosti ČEZ). Státní dluh se ke konci třetího čtvrtletí vyšplhal na 3115 mld. Kč, tedy na 43,1 % HDP.

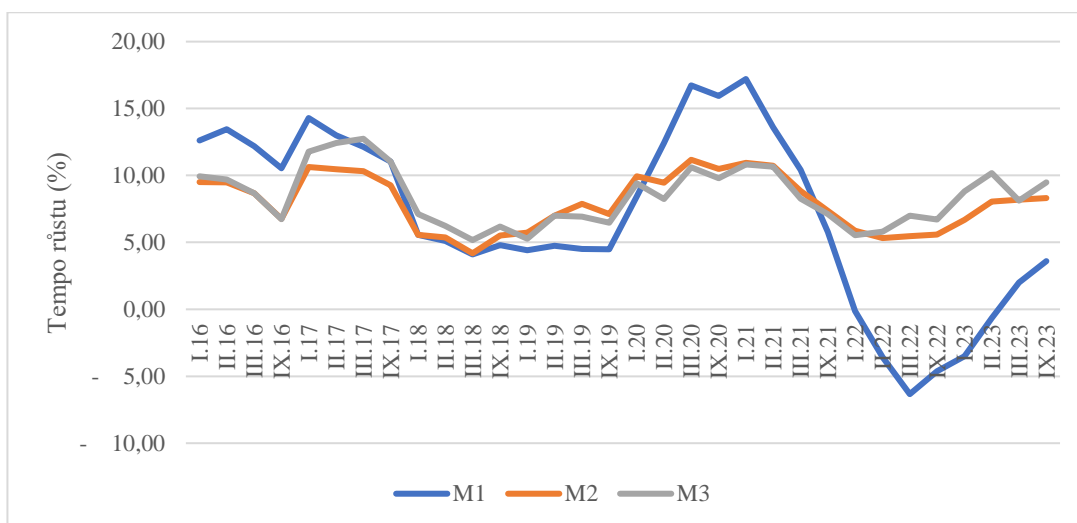
V roce 2024 se plánuje řada úsporných opatření, jež by měly snížit státní deficit o 252 mld. Kč. Celkové rozpočtové výdaje by měly klesat, a to poprvé od roku 2016.

3.1.3 Peněžní nabídka

Peněžní nabídka je ovlivňována centrální bankou pomocí monetární politiky a jedná se o jeden z makroekonomických faktorů ovlivňující kurz akcie. Teoretické vymezení definuje větší peněžní nabídku vyšším předpokladem růstu akciových kurzů.

Peněžní agregáty lze rozdělit do tří skupin. V peněžním agregátu M1 je obsaženo oběživo (bankovky a mince) a zůstatky, jež lze převést na oběživo či použít k bezhotovostní platbě (jako jsou například jednodenní vklady). V peněžním agregátu M2 je zahrnutý agregát M1 doplněný o vklady se splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Poslední agregát M3 zahrnuje agregát M2, obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí a vybrané nástroje peněžního trhu, zpravidla akcie či podílové listy fondů peněžního trhu, cenné papíry peněžního trhu a repo operace. Agregát M1 je také označován jako „úzké peníze“ (mají nejvyšší likviditu a nejnižší stabilitu), zatímco agregát M3 je označován jako „široké peníze“ (nejnižší likvidita a nejvyšší stabilita).

Graf 3: Tempo růstu peněžních agregátů za roky 2016 - 2023



zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

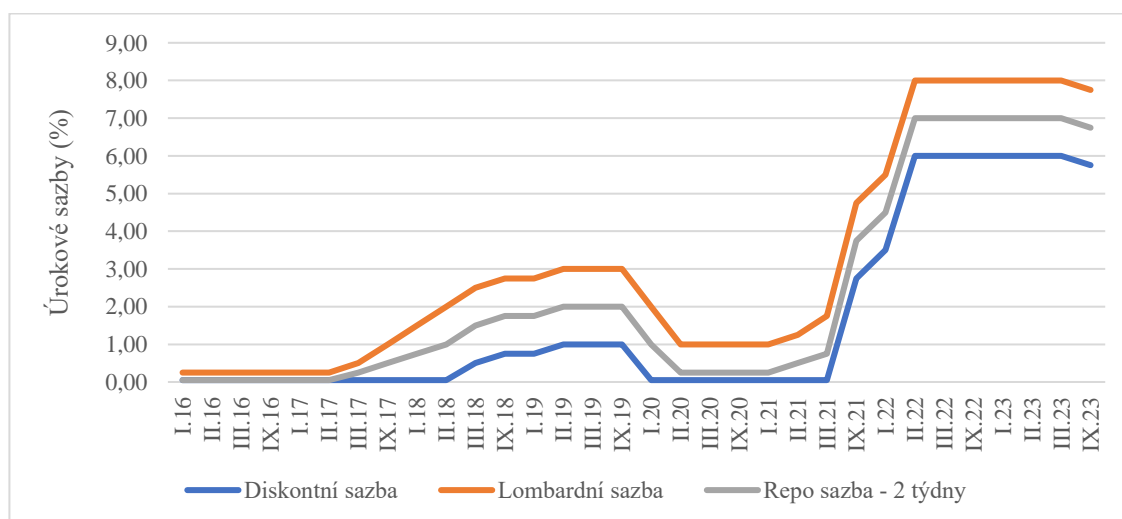
Graf 3 znázorňuje vývoj tempa růstu jednotlivých peněžních agregátů od roku 2016 do roku 2023. Z grafu je patrné, že nejvyšší tempo růstu vykazovaly v prvních dvou sledovaných letech agregáty M1 a M3, načež v následujících letech došlo k postupnému snižování tempa růstu, a to přibližně o polovinu. Spouštěčem pro další výrazný růst tempa byla začínající pandemie v roce 2020, při které se tempo růstu nejlikvidnějších prostředků dostalo ve třetím čtvrtletí na hranici 16,7 %, v prvním čtvrtletí roku 2021 dokonce na hodnotu 17,2 %. Následně však došlo k razantnímu snížení, kdy se tempo růstu agregátu M1 dostalo dokonce do záporných hodnot (-6,3 %) v třetím čtvrtletí 2022. Naproti tomu se agregáty M2 a M3 po zbytek sledovaného období pohybovaly v intervalu pěti až deseti procentního tempa růstu.

3.1.4 Úrokové sazby

Významným makroekonomickým ukazatelem ovlivňujícím změnu kurzů akcií jsou i úrokové sazby.

Graf 4 znázorňuje vývoj tří významných úrokových sazeb, jež vyhláší Česká národní banka. Mezi ně patří diskontní sazba povětšinou udávající dolní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Pomocí diskontní sazby ČNB úročí přebytečnou likviditu, jež si u ní banky ukládají přes noc. Další významnou úrokovou sazbou je lombardní sazba, jež naopak povětšinou znázorňuje horní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu a ČNB jí rovněž používá k úročení likvidity poskytnuté komerčním bankám. Dvoutýdenní repo sazba poté slouží k úročení nadbytečné likvidity komerčních bank. Nadbytečná likvidita je získávána prostřednictvím tzv. dvoutýdenních repo tendrů.

Graf 4: Vývoj úrokových sazeb ČNB za roky 2016 – 2023



Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

V grafu 4 je znázorněn vývoj těchto tří úrokových sazeb od ledna roku 2016 do konce roku 2023. Jak je patrné z grafu, v roce 2016 se tyto sazby pohybovaly na velice nízkých hodnotách a během roku se úrokové sazby na vkladech dále snižovaly, k čemu mimo jiné přispíval i pokračující režim intervencí. Pokračoval také odliv peněžních prostředků z termínovaných účtů na běžné účty. Vzhledem k takto nízkým sazbám a snadnější dostupnosti byl zaznamenán růst objemu úvěrů poskytnutých domácnostem, k čemuž také přispívaly očekávané změny pravidel pro poskytování hypoték.

Rok 2017 se nesl ve znamení změn nastavení měnové politiky. Na začátku druhého čtvrtletí ČNB upustila od kurzových intervencí a následně v druhé polovině roku došlo dvakrát ke zvýšení měnově politických sazeb (poprvé od roku 2008). Tento krok ovlivnil zvýšení mezibankovní úrokové sazby, ovšem úroky na účtech domácností se výrazně nezměnily. Nejvýraznějších posunů dosahovaly úrokové sazby hypotečních úvěrů, jež mírně rostly od roku 2016.

V roce 2018 se dvoutýdenní repo sazba zvyšovala dokonce pětkrát, a to z 0,5 % na 1,75 %. Tento krok vedl ke změnám jak mezibankovních sazeb, tak i u některých úrokových sazbách na klientských účtech a rostlo i úročení úvěrů pro domácnosti a podniky.

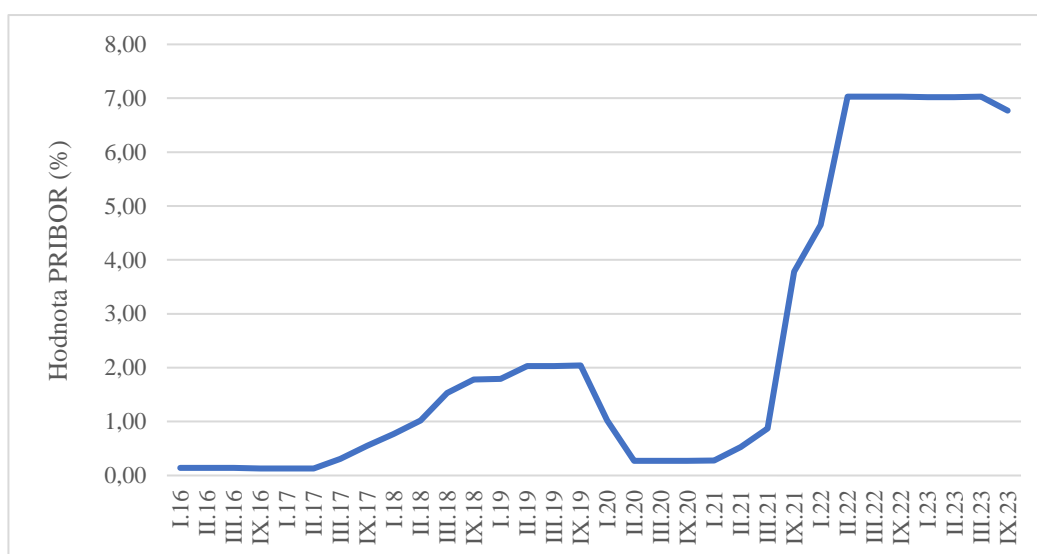
Měnověpolitické sazby se v roce 2019 měnily pouze jednou, a to při květnovém zvýšení. Do září průměrné úrokové sazby na vkladech s dohodnutou splatností pro domácnosti rostly, v posledním čtvrtletí následně mírně klesaly. Spotřebitelské úvěry a úvěry na bydlení domácnostem klesaly, i tak ovšem růst objemu úvěrů na bydlení v tomto roce zpomaloval.

Měnověpolitické úrokové sazby se v první polovině roku 2020 snižovaly. To následně ovlivnilo i další úrokové sazby, a to především u vkladů. Koronavirová pandemie v podobě snížené spotřeby potlačila dynamiku spotřebních úvěrů pro domácnosti, naopak vývoj objemu úvěrů na bydlení byl prakticky netknutý.

Koncem roku 2021 byly vícekrát navýšeny měnověpolitické sazby a tento pohyb následně vedl ke změně úrokových sazeb úvěrů pro domácnosti a podniky. Navýšení se týkalo také úrokových sazeb termínovaných vkladů a úroků na vládních dluhopisech. Navyšování sazeb pokračovalo i v 1. pololetí 2022, v druhé polovině roku následně zůstaly na stálé úrovni. V průběhu roku rostly klientské sazby na termínovaných vkladech a prodražilo se úvěrové financování pro domácnosti a podniky. Byl také zaznamenán výrazný přesun prostředků z běžných účtů na termínované vklady.

V této podkapitole zaměřené na úrokové sazby je ještě důležité zmínit jednu sazbu, a to PRIBOR (složeno z úvodních písmen Prague InterBank Offered Rate). Pomocí PRIBORu se udává taková úroková sazba, za kterou si mezi sebou banky na českém mezibankovním trhu poskytují úvěry. Hraje významnou roli například při stanovování výše hypotečních úvěrů. V grafu 5 je znázorněn čtvrtletní vývoj sazeb PRIBOR, a to od roku 2016. I na tomto grafu je patrné, že zásadní roli ve vývoji sazeb hrála pandemie, díky níž se sazby vystoupaly na hranici 7 % v roce 2022.

Graf 5: Vývoj průměrných ročních sazeb PRIBOR za roky 2016 - 2023

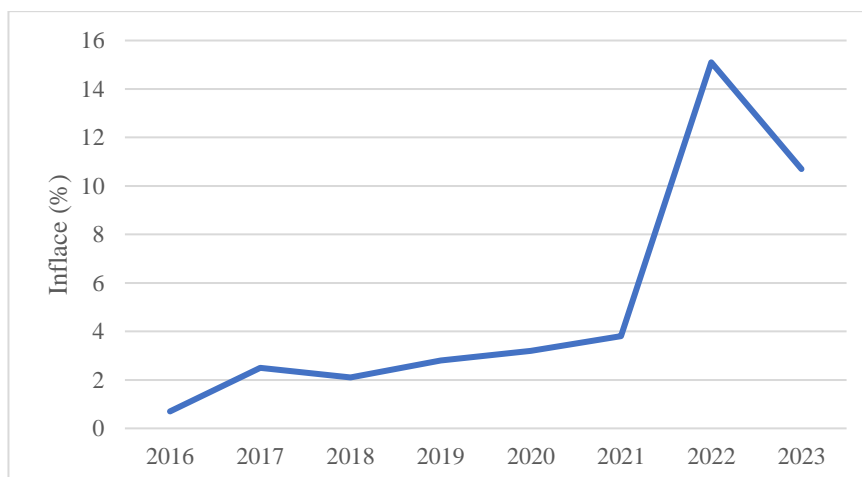


Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

3.1.5 Inflace

Inflace je definována jako růst cenové hladiny v čase. Jsou různé způsoby určení a stanovení míry inflace, avšak jednou z nejpoužívanějších je míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen. Vývoj tohoto způsobu vyjádření míry inflace je zachycen v grafu 6, a to za období let 2016 až 2023.

Graf 6: Průměrná roční inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen v ČR za roky 2016 - 2023



Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

Z obrázku je patrné, že se v roce 2016 ekonomika dostávala z problémů způsobených globální ekonomickou krizí a míra inflace se pohybovala na úrovni 0,7 %, tedy pod 2% hranicí cílovanou Českou národní bankou. Rok 2017 avšak již po dlouhodobé oscilaci v blízkosti nuly z předchozích let přinesl skok míry inflace na hodnotu 2,5 %, kdy k tomuto růstu přispívaly převážně stoupající ceny potravin. Nadprůměrná inflace byla také zaznamenána ve stravování a ubytování, a to pod záminkou nákladů na zavedení elektronickou evidenci tržeb.

V roce 2018 inflace mírně klesla oproti předchozímu roku a pohybovala se v blízkosti inflačního cíle České národní banky ve výši 2 %. Růst celkové cenové hladiny nejvýznamněji poháněly stoupající ceny bydlení, vody, energií a paliv. Rychlejším tempem také rostly ceny potravin, alkoholických a nealkoholických nápojů a ceny tabáku. Důležitým bodem při růstu inflace také byl růst mezd.

Rok 2019 přinesl růst inflace o 2,8 % oproti předchozímu roku. Vývoj cen byl ovlivněn převážně růstem cen energií. Rychlý růst cen elektřiny na burzách z předchozího roku znamenal růst ceny elektřiny o 5,3 %. Také potraviny přispívaly k růstu inflace, kdy oproti roku 2018, kdy jejich ceny klesly o 0,6 %, vzrostly o 4,1 %. Rostla však také jádrová inflace, jenž se v roce 2018 pohybovala na úrovni 2 %, zatímco o rok později již dosahovala hodnoty 3 %.

Inflace dále rostla také v roce 2020, a to především z důvodu růstu mezd a přehřívání ekonomiky. Po celý rok se míra inflace pohybovala nad hodnotou 3 %, k růstu nejvíce

přispívaly alkoholické nápoje a tabák s růstem 7,5 %, ubytování (5 %) a potraviny s nealkoholickými nápoji (4,7 %).

V roce 2021 se následně stala inflace jedním z nejdůležitějších témat, kdy začala výrazně růst již v první polovině roku, a to z důvodu rostoucích cen ropy a dalších komodit. Významným bodem byly také problémy v dodavatelských řetězcích, jež pramenily ve vysoký růst různých materiálů využívaných ve stavebnictví a průmyslu. V České republice byl také zaznamenán pokles nezaměstnanosti, růst mezd a výrazné úspory vytvořené během pandemie, což následně vedlo k růstu inflace na hranici 3,8 %.

Rok 2022 přinesl, v České republice nevídaný, velice rychlý růst cen. Faktory, jež zapříčinily tento vztah, byly převážně v podobě silné postpandemické obnovy ekonomiky, dodavatelské řetězce zvyšující ceny dopravy, materiálů a komodit. Situaci také nepřidal začátek války na Ukrajině, kdy Rusko postupně omezilo dodávky zemního plynu do Evropy. Nejvyšších hodnot inflace dosáhla v září, kdy vystoupala až na 18 % a průměrná inflace se pohybovala na hranici 15,1 %, tedy na nejvyšší hodnotě od roku 1993.

Rok 2023 znamenal postupný pokles inflace, jež se stále pohybovala vysoko nad úrovní 2 % inflačního cíle. K postupnému snížení inflace pomáhaly vyšší úrokové sazby České národní banky, což vedlo ke snížení objemu hypotečních a spotřebitelských úvěrů. Situace se také uklidnila na světových burzách, což vedlo k poklesu cen energií a zemního plynu. Průměrná inflace za tento rok činila 10,7 %.

Česká národní banka prognózuje růst míry inflace v roce 2024 na hodnotu 2,6 %, tedy na dohled inflačního cíle. K hodnotě rovnající se inflačnímu cíli 2 % by se následně inflace měla dostat v roce 2025. Podle ministerstva financí by se inflace měla pohybovat v roce 2024 na hranici 3,1 %.

3.1.6 Pohyb zahraničního kapitálu

Dalším důležitým bodem jež ovlivňuje akciové trhy je pohyb zahraničního kapitálu. Na tvorbu kurzů akcií má pozitivní vliv příliv zahraničního kapitálu do země, zatímco odliv kapitálu má vliv negativní.

Ze statistik zveřejněných Českou národní bankou vyplývá, že objem přímých zahraničních investic do základního kapitálu českých společností klesl v roce 2023 o 6,6 mld. Kč, zatímco tok přímých investic z České republiky do zahraničí vzrostl ze 7 mld. Kč investovaných v roce

2022 na 70,6 mld. Kč. Z dat také dále vyplývá, že přímé zahraniční investice v České republice rostou už jen z důvodu reinvestování zisku, tedy prostředků, jež si zahraniční vlastníci nevyplatili formou dividend a ponechávají je na rozvoj dceřiných společností. Příliv nových investic zaměřených na odkup českých společností či navýšení jejího základního kapitálu zůstával slabý a více odvětví včetně energetiky pocítovaly odliv kapitálu.

V případě investic v zahraničí čeští investoři nakupovali v roce 2023 převážně komerční nemovitosti a podniky z oblastí velkoobchodu a maloobchodu v zemích západní a střední Evropy (největší podíl mělo Rakousko, Nizozemsko a Velká Británie).

V opačném případě byli nejaktivnějšími investory do základního kapitálu českých společností investoři z Irska, Švýcarska a Francie. Velké oblibě se mimo komerčních nemovitostí dostalo oboru výroby počítačů, elektroniky a optiky.

Stahováním přímých investic byly nejvíce zasažené obory dopravy a skladování (pokles o 6 mld. Kč), bankovníctví a pojišťovnictví (5,9 mld. Kč) a energetiky (4,8 mld. Kč). Nejvíce stahovali své investice v českých společnostech investoři se sídlem v Německu (o 10,9 mld. Kč) a Lucemburska (6,8 mld. Kč), dále v nižší intenzitě investoři z Velké Británie a Číny. (Tramba, 2024)

3.2 Analýza bankovního sektoru v České republice

Druhou velice důležitou součástí fundamentální analýzy je analýza odvětvová. Tato analýza je zaměřena na zhodnocení vývoje a specifik odvětví, v němž se daná společnost nachází. Faktory v rámci daného odvětví mohou být příčinou jak stability firemních zisků, tak i jejich výkyvů. To se následně výrazně promítá i při stanovení vnitřní hodnoty akcie. Analýza českého bankovního sektoru byla sestavena na základě veřejně dostupných údajů České národní banky, Českého statistického úřadu a vybraných bank působících na území České republiky.

3.2.1 Charakteristika českého bankovního sektoru

Na českém bankovním trhu momentálně působí 46 bank a poboček zahraničních bank. Prostředí českého bankovníctví je vysoce konkurenční, působí na něm banky s odlišnými obchodními modely, vlastnickými poměry i velikostí. Sektor bankovníctví lze v České republice označit za vyspělý a značně rozvinutý, díky čemuž je také řazen mezi ty nejstabilnější v rámci Evropské unie.

Jednou z hlavních charakteristik bankovního sektoru je právě jeho vysoká stabilita v různých ukazatelích, například v kapitálové přiměřenosti, poměru úvěrů k depozitům, v ziskovosti či v neobvykle nízkém podílu problémových úvěrů se selháním. Přípravenost bank se také nejednou ukázala i v období krize, a to jak v roce 2008, kdy se bankám povedlo překonat finanční krizi bez větších negativních důsledků, tak i při pandemii v roce 2020. Ačkoli se tato krize nevyhla ani bankovnímu sektoru, banky i nadále v souladu s doporučením České národní banky udržovaly komfortní úroveň kapitálu, jež posílily o nevyplacené dividendy z roku 2020. Dále také aktivně podporovaly své klienty a předcházely problémům spojeným se schopností klientů řádně splácet své dluhy.

Bilanční suma bankovního sektoru v České republice ke konci února 2024 dosáhla hodnoty 10 417 mld. Kč. Na straně aktiv byly nejvýznamnější položkou úvěry poskytnuté rezidentům, jejichž objem představoval 7 088 mld. Kč. Na straně pasiv pak byl dominantní položkou objem vkladů rezidentů, jež dosáhl 7 065 mld. Kč. Z hlediska struktury úvěrů byly objemově největší položkou úvěry na bydlení.

3.2.2 Regulace bankovního sektoru

Jednou z nejdůležitějších podmínek ke správnému působení ekonomiky je zajištění stability a důvěryhodnosti bankovního sektoru. V závislosti na této skutečnosti na činnost bank, stejně jako všech ostatních společností působících na finančním trhu, dohlíží Česká národní banka. Dohled je prováděn podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, a týká se bank, poboček zahraničních bank, spořitelních a úvěrních družstev institucí elektronických peněz a dalších. Pod termínem dohled České národní banky nad bankovním sektorem je myšlena především pravomoc vydávat bankovní licence, nařízení a vyhlášky, jež se zaměřují na pravidla obezřetného podnikání. Česká národní banka mimo jiné sleduje činnosti bank, (případně poboček zahraničních bank), uskutečňuje dohled (na dálku a na místě), stanovuje opatření k nápravě a sankce v případě pochybení.

Činnost obchodních bank, jakožto zvláštních podnikatelských subjektů je také upraven zákonem č. 21/1992 Sb., o bankách. V tomto zákoně jsou uvedeny hlavně potřebné podmínky spojené se založením, vedením a zánikem bank, jež mají sídlo na území České republiky. Dále jsou v zákoně upraveny dané vztahy, jež jsou spojeny s provozováním činnosti zahraničních bank na území ČR. K tomu, aby subjekt mohl podnikat jako banka, je zapotřebí získat od České národní banky již zmíněnou bankovní licenci. Musí také splňovat určité technické a organizační předpoklady. Mezi ně patří například průhledný a nezávadný původ základního kapitálu,

odborně kvalifikovaný personál, obchodní plán či strategický záměr banky. Dále také zákon o bankách udává minimální výši základního kapitálu banky na 500 mil. Kč (jedná se o peněžité vklady) a musí mít formu akciové společnosti. Licence není nikterak převoditelná na jinou osobu a je udělena na dobu neurčitou. V rámci Evropské unie je zavedena na území členských států tzv. jednotná bankovní licence. Na základě tohoto principu mohou banky, jež mají sídlo na území jakéhokoli členského státu EU, vykonávat bankovní činnost na území jiného členského státu.

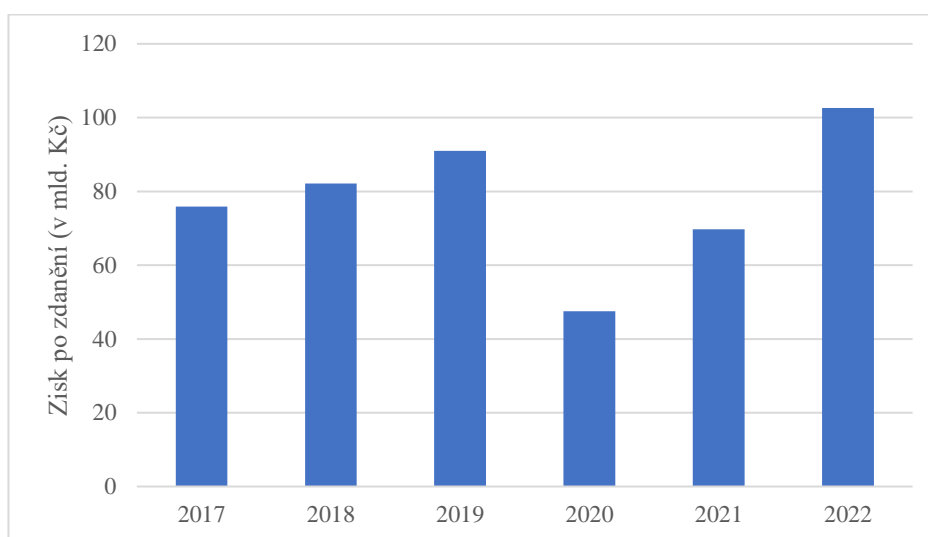
V rámci zákona o bankách bylo také definováno pojištění vkladů. V případě neschopnosti banky dostát svým závazkům vůči vkladateli (za daných zákonných a smluvních podmínek), je poskytnuta náhrada Fondem pojištění vkladů ve výši 100 % vložených prostředků, maximálně 100 000 EUR. Limit je uveden pro jednu osobu u jedné banky.

Banky podnikající na českém trhu jsou povinny dodržovat limity kapitálové přiměřenosti, jež jsou stanoveny Basilejskou kapitálovou dohodou, tzv. BASEL III. Jedná se o upravenou bankovní regulaci, jež nahradila BASEL II. Touto novou regulací vznikla nová pravidla, jež obchodní banky musí dodržovat. Jedná se například o požadavky na maximální zadluženost a požadavky na likviditu. (Černohorská, 2017)

3.2.3 Ziskovost bankovního sektoru

Z pohledu výsledků hospodaření za jednotlivé roky lze český bankovní sektor označit za trvale ziskový. Jak již bylo zmíněno, banky se i dobře srovnaly s pandemickou krizí z roku 2020. V grafu 7 je znázorněn vývoj ziskovosti českého bankovního sektoru ve sledovaných letech 2017 až 2022. Data ziskovosti bankovního sektoru byla čerpána z dostupných zdrojů vydaných Českou národní bankou (převážně ze zpráv o finanční stabilitě za vybrané roky) a Ministerstva financí České republiky.

Graf 7: Vývoj ziskovosti bankovního sektoru ČR za roky 2017 - 2022



Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

V prvních třech sledovaných letech lze pozorovat vysokou ziskovost sektoru, jež dále meziročně rostla až na hodnotu 91 mld. Kč v roce 2019. Nejvýznamnější položkou k ziskovosti byl dlouhodobě úrokový zisk, a to převážně expozice vůči centrální bance. Ty například v roce 2018 představovaly 29,6 % celkového úrokového zisku, jež meziročně vzrostl o 15,8 %. Významný podíl mělo zvyšování měnověpolitických sazeb. V roce 2019 následně Česká národní banka opakovaně upozorňovala na dané zdroje ziskovosti, jež měly cyklickou či daným způsobem situačně podmíněnou povahu. Zejména se jednalo o velice nízkou úroveň ztrát ze znehodnocení a úrokové výnosy z expozic vůči centrální bance.

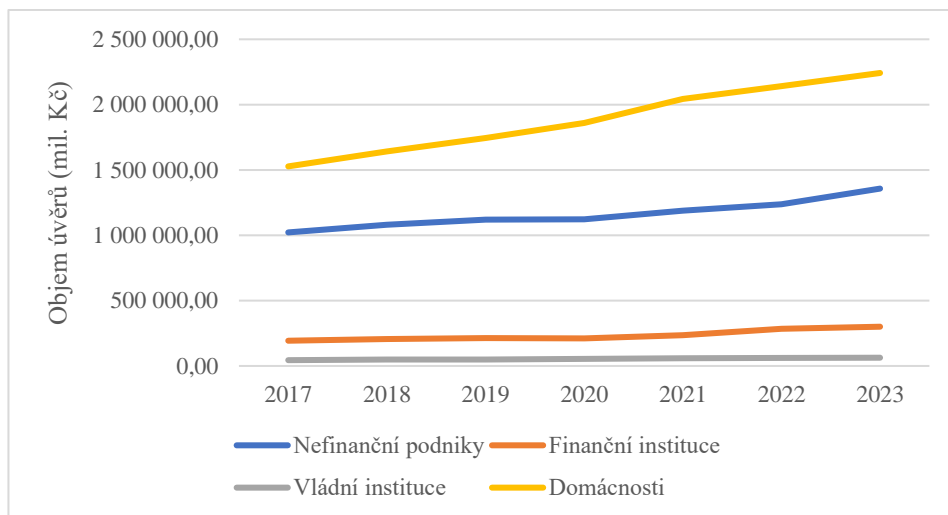
V roce 2020 klesla ziskovost sektoru téměř o polovinu na 47,5 mld. Kč. Tento pokles negativně ovlivnil růst nákladů na krytí úvěrových rizik a snížení čistých úrokových výnosů. V následujícím roce vzrostla ziskovost sektoru na 69,7 mld. Kč, pozitivně se také projevil meziroční růst zisku z poplatků a provizí. V roce 2022 bankovní sektor dosáhl zisku 102,6 mld. Kč, což znamenalo roční nárůst o 48 %. Tento růst byl poháněn převážně úrokovou složkou v důsledku růstu měnověpolitických úrokových sazeb z konce roku 2021.

3.2.4 Úvěrování bankovním sektorem

Poskytování úvěrů různým subjektům je jedna z hlavní činností banky a díky níž získává převážnou výši příjmů. Objem, v jakém poskytují banky úvěry závisí na různých proměnných, jako jsou například výše úrokových sazeb a ekonomický vývoj. Pro tvorbu analýzy byl v tomto

případě pozorován vývoj objemů poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům, finančním institucím, vládním institucím a domácnostem.

Graf 8: Objem poskytnutých úvěrů bankami v ČR za roky 2017 - 2023



Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

Z grafu 8 je patrné, že největší objemy poskytovaných úvěrů jsou směřovány domácnostem. Tyto objemy také každoročně rostly. V roce 2017 byl objem poskytnutých úvěrů domácnostem přibližně 1,527 bilionu Kč, na konci sledovaného období 2,242 bilionu Kč.

Druhý největší podíl zaujímají úvěry nefinančním podnikům, jejichž objemy se také meziročně zvyšovaly. Na začátku sledovaného období činily tyto úvěry necelých 1,022 bilionu Kč, zatímco v roce 2023 se vyšplhaly až na hranici 1,357 bilionu Kč.

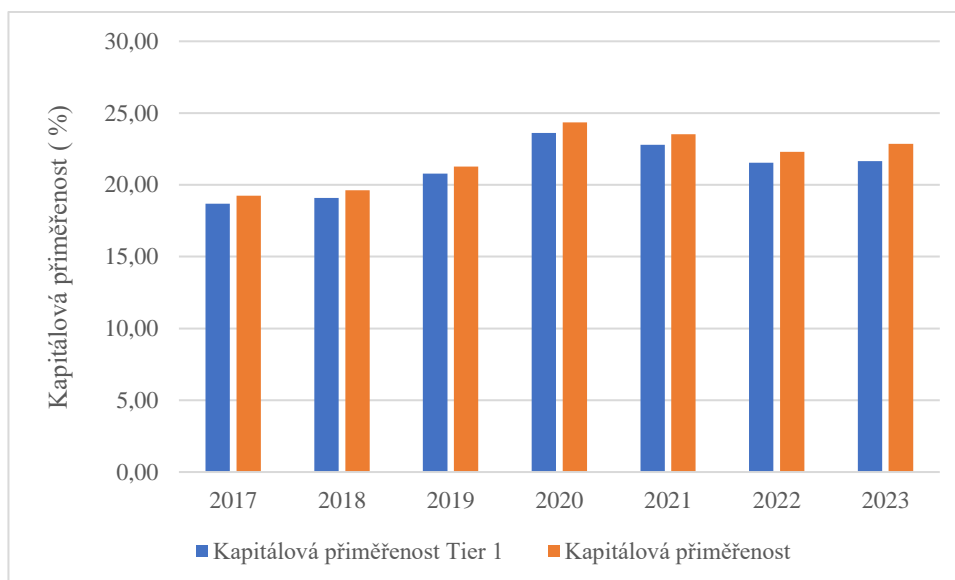
V případě poskytování úvěrů finančním a vládním institucím lze pozorovat poměrně slabé meziroční výkyvy. U finančních institucí docházelo ke zvyšování objemů spíše ve druhé polovině sledovaného období, tedy v letech 2020 až 2023, kdy došlo k nárůstu přibližně o 90 mld. Kč z 210 mld. Kč na 300 mld. Kč. Mezi lety 2019 a 2020 byl však zaznamenán mírný pokles o 3 mld. Kč z původních 213 mld. Kč. Objemy poskytovaných úvěrů vládním institucím mírně rostly z 44 mld. Kč poskytnutých v roce 2017 na 63 mld. Kč v roce 2023.

3.2.5 Kapitálová přiměřenost

Kapitálová přiměřenost bank je velice významným a sledovaným ukazatelem. Pomocí tohoto ukazatele je stanovena minimální výše kapitálu, jež je banka povinna mít k dispozici s přihlédnutím k rizikovosti svých obchodů. Graf 9 znázorňuje vývoj kapitálové přiměřenosti

českého bankovního sektoru od roku 2017 do roku 2023. Hodnoty kapitálové přiměřenosti jsou uváděny v procentech.

Graf 9: Vývoj kapitálové přiměřenosti bankovního sektoru ČR za roky 2017 - 2023



Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

Z uvedeného grafu vyplývá, že český bankovní sektor je při dodržování podmínek BASEL III úspěšný. Kapitálová přiměřenost Tier 1 se ve sledovaném období pohybovala v rozmezí 18,7 % až 23,6 %, kapitálová přiměřenost bankovního sektoru poté v pásmu 19,2 % až 24,4 %. Nejvyšších hodnot bylo dosaženo v roce 2020, kdy se Tier 1 pohyboval na hodnotě 23,6 % a celkové kapitálová přiměřenost bankovního sektoru dosáhla 24,4 %.

4 Analýza akciové společnosti MONETA Money Bank

V této části se práce bude zabývat analýzou MONETA Money Bank, a. s. (dále Moneta). Výsledky z této části je významnou součástí fundamentální analýzy jako celku a jedná se o nezbytnou část pro stanovení vhodného investičního doporučení.

4.1 O společnosti MONETA Money Bank

Předchůdce společnosti Moneta, finanční společnost Agrobanka, byla založena v roce 1990. Agrobanka vznikla rozhodnutím Státní banky Československé a již od svého založení měla problémy s rizikovými úvěry, jelikož se zaměřovala na riziková odvětví jako služby a zemědělství. Důsledkem těchto potíží byla nucená správa uvalená v roce 1996 ČNB a následovalo rozdělení společnosti na dvě části. Ty se skládaly z tzv. „zdravé“ části, jež obsahovala vklady a hodnotová aktiva, a „nezdravé“ části, v níž byla obsažena těžko vymahatelná aktiva. Na „nezdravou“ část byla nařízena likvidace, přičemž její zůstatek si rozdělili akcionáři. Zbytek, obsahující „zdravou“ část, byl prodán zahraničnímu investorovi. V následujícím roce vstoupila na český trh americká korporace General Electric a její divize GE Capital Bank v roce 1998 koupila „zdravou“ část původní Agrobanky, čímž se stala jejím vlastníkem. V roce 2008 byla v korporaci GE provedena celková proměna vizualizace značky, což se také promítlo ve změně názvu banky z původní GE Capital na GE Money Bank. Společnost GE se následně rozhodla prodat všechny své finanční divize, což vedlo v roce 2016 ke vstupu banky na burzu a také do této chvíle k poslední změně názvu na nynější MONETA Money Bank.

Vstup banky na burzu také znamenal definitivní osamostatnění, díky čemuž jí lze v tuto dobu považovat za ryze českou banku, jejíž kultura se zakládá na etickém kodexu a ochraně spotřebitele. Banka je také velice aktivní v oblasti udržitelnosti či digitalizace. To lze demonstrovat na příkladu, kdy jako první banka působící na českém bankovním trhu umožnila klientům založení běžného účtu online či provádění plateb prostřednictvím Apple Pay a Google Pay. (Moneta, 2024)

4.1.1 Struktura akcionářů

K 31. prosinci 2023 měla Moneta dle výpisu z Centrálního depozitáře cenných papírů téměř 24 tisíc akcionářů ze 42 různých zemí a její tržní kapitalizace dosáhla výše 47,8 mld. Kč. To představuje přibližně 16,6 % celkové tržní kapitalizace všech titulů zahrnutých do indexu PX.

Největším akcionářem byla k 31. 12. 2023 společnost Tanemo a. s. s podílem na základním kapitálu necelých 30 %. Tanemo byla založena skupinou PPF za účelem ovládnutí Monety a spojení s Air Bank (jež se ani na tři pokusy nepodařilo). Druhým největším akcionářem je Mythessa Holdings Limited, společnost registrovaná na Kypru s podílem 11,43 %. Třetí největší podíl na základním kapitálu má kyperská společnost Manecomte Limited ovládaná českým podnikatelem Pavlem Tykačem. Tabulka 1 uvádí seznam akcionářů s podílem převyšujícím 1 % na základním kapitálu k datu 31. 12. 2023.

Tabulka 1: Seznam akcionářů s podílem převyšujícím 1 % na základním kapitálu

Akcionář	Podíl na základním kapitálu (v %)
Tanemo a.s.	29,94
Mythessa Holdings Limited	11,43
Manecomte Limited	8,28
Chase Nominees Limited	3,62
Banka CREDITAS a.s.	3,18
Brown Brothers Harriman Co.	2,70
State Street Bank and Trust Company	1,81
J.P. Morgan SE - Luxembourg Branch	1,45
Nortrust Nominees Limited	1,38
Generali CEE Holding B.V.	1,36
Brown Brothers Harriman (Luxemburg) S.C.A.	1,00

Zdroj: vlastní zpracování dle investors.moneta.cz

Představenstvo společnosti řídí činnosti banky a jedná jejím jménem, respektive zastává funkci statutárního orgánu. Provádí rozhodování ve všech otázkách spojených s bankou s výjimkou stanovenou zákonem či stanovami společnosti převzetím působnosti valnou hromadou, dozorčí radou či výborem pro audit. V čele společnosti je od října 2015 Tomáš Spurný, jenž byl jmenován předsedou představenstva a generálním ředitelem společnosti.

Tabulka 2: Seznam členů představenstva společnosti Moneta k 31. 12. 2023

Jméno	Statut
Tomáš Spurný	Předseda
Carl Normann Vökt	Místopředseda
Jan Novotný	Člen
Klára Starková	Člen
Jan Friček	Člen

Zdroj: vlastní zpracování dle investors.moneta.cz

4.2 Finanční analýza

Analýza finanční výkonnosti prostřednictvím základních a nejvýznamnějších ukazatelů je nezbytnou součástí analýzy společnosti. Výpočty vychází z výročních zpráv Monety.

4.2.1 Ukazatele rentability

Mezi prvními ukazateli jsou znázorněny ukazatele rentability, přesněji ukazatel rentability průměrného vlastního kapitálu a průměrných aktiv. Tabulka 3 zahrnuje výsledky těchto dvou ukazatelů za roky.

Tabulka 3: Ukazatele rentability za roky 2019 - 2023

Ukazatel	2019	2020	2021	2022	2023
ROAE (%)	16,19	10,11	14,09	17,13	16,43
ROAA (%)	1,89	1,00	1,54	1,43	1,23

Zdroj: vlastní zpracování dle finančních výkazů Monety.

Ukazatel rentability průměrného vlastního kapitálu (ROAE) byl vypočítán na základě vzorce 10 uvedeného v podkapitole 2.3.2. Z této podkapitoly také vychází výpočet ukazatele ROAA, jenž je znázorněn pomocí vzorce 11. Vstupní údaje k výpočtu těchto ukazatelů jsou uvedeny v příloze 1.

Z výsledků znázorněných v tabulce 3 je patrné, že nejnižších hodnot ukazatelů za sledované období bylo dosaženo v roce 2020. Důvodem poklesu obou hodnot byl příchod pandemie Covid-19, což významně pozastavilo a ovlivnilo chod ekonomiky jako celku a zásadním způsobem změnilo vývoj i v bankovním sektoru. Zisk po zdanění se v roce 2020 významně snížil, a to přibližně o 35 % na 2,6 mld. Kč. Zároveň však došlo k navýšení průměrného vlastního kapitálu a průměrných aktiv.

Moneta svůj kapitál nejefektivněji zhodnocovala v roce 2022, kdy se ukazatel ROAE pohyboval na hodnotě 17,13 %. Lépe řečeno jedna koruna průměrného vlastního kapitálu přinesla přibližně 17 haléřů. Od již zmíněného roku 2020 se hodnota ukazatele ROAE začala zvyšovat a v roce 2023 dosáhla úrovně 16,43 %.

Podobný vývoj jako u ukazatele ROAE vykazoval i ukazatel ROAA. Ten uvádí míru zhodnocení celkových zdrojů, tedy kolik haléřů zisku připadá na jednu korunu průměrných aktiv. Nejvyšší hodnoty ovšem, oproti ukazateli ROAE, bylo u ukazatele ROAA dosaženo

v roce 2019, a to 1,89 %, což lze označit za výborný výsledek. V roce 2020 se hodnota propadla až na hranici 1,00 %, ovšem stále lze hovořit o finančně zdravé bance. V následujících letech hodnota ukazatele opět vyrostla, tentokrát na hodnoty 1,54 % a 1,43 %, v roce 2023 se poté snížila na 1,23 %. Tyto hodnotit jako dobré až velmi dobré.

4.2.2 Ukazatel likvidity

V rámci kategorie ukazatelů likvidity byl porovnán ukazatel LCR, tedy ukazatel krytí likviditou. Rizikem likvidity se rozumí riziko ztráty schopnosti dostát svým finančním závazkům v době splatnosti či riziko ztráty schopnosti financovat nárůst aktiv. V rámci již zmíněné basilejské dohody Basel III je také upřesněn i požadavek na LCR, jehož minimální požadovaná hranice je stanovena na 100 %.

Tabulka 4: Ukazatel krytí likviditou za roky 2018 - 2023

Ukazatel	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LCR (%)	160,8	172,3	190,2	177,8	213,7	354,4

Zdroj: vlastní zpracování dle finančních výkazů Monety.

Z Tabulka 4 je zřejmé, že společnost Moneta v každém ze sledovaných let tento požadavek splnila, a to i se značnou rezervou. Po celé období lze pozorovat rostoucí trend tohoto ukazatele, a to z hodnoty 160, 8 % v roce 2018 až na úroveň 354,4 % v roce 2023.

4.2.3 Kapitálová přiměřenost

Pomocí kapitálové přiměřenosti se uvádí minimální výše kapitálu, jež je banka povinna dodržovat v závislosti na rizikovosti svých obchodů. Problematika kapitálové přiměřenosti je detailněji popsána v podkapitole 2.3.2.

Tabulka 5 znázorňuje přehled o kapitálové přiměřenosti Monety v rámci dohody BASEL III.

Tabulka 5: Ukazatel kapitálové přiměřenosti za roky 2018 - 2023

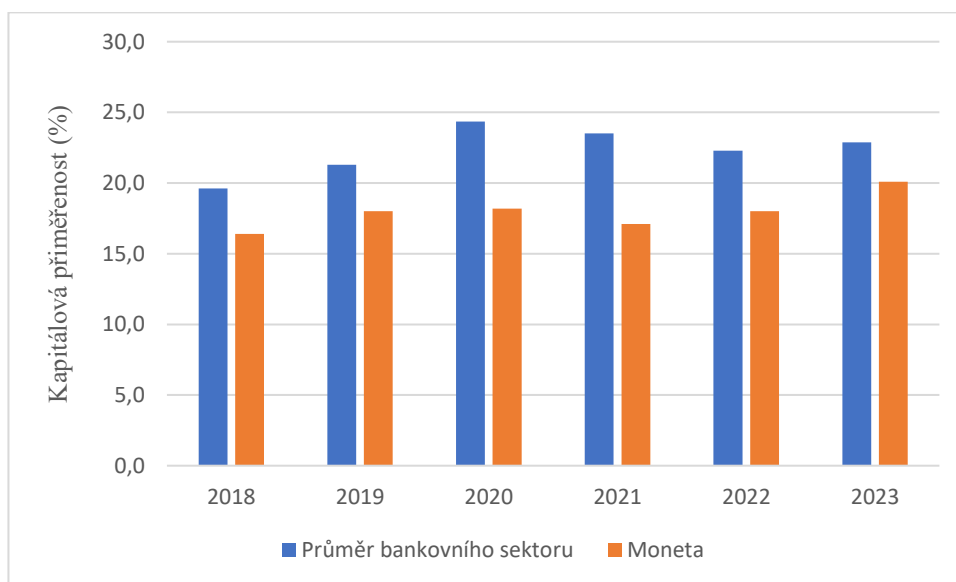
Ukazatel	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kapitálová přiměřenost (%)	16,4	18,0	18,2	17,1	18,0	20,1

Zdroj: vlastní zpracování dle finančních výkazů Monety.

Banka ve všech vybraných obdobích splňovala kapitálové požadavky stanovené Českou národní bankou, a to s relativně velkou rezervou. Avšak při srovnání s hodnotou za celý bankovní sektor v ČR lze pozorovat hodnoty nižší oproti sektorovému průměru. Největší

vychýlení oproti průměru bylo za sledované období zaznamenáno v „pandemických“ letech 2020 a 2021, kdy rozdíl oproti průměru činil 6,1 %, respektive 6,4 %. V následujících letech se mezera postupně snižovala a v roce 2023 byla kapitálová přiměřenost Monety na úrovni 20,1 %, zatímco průměr činil 22,9 %.

Graf 10: Srovnání kapitálové přiměřenosti Monety s průměrem bankovního sektoru za roky 2018 - 2023



Zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz/arad

4.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Sestavení vnitřní hodnoty akcie je hlavním bodem fundamentální analýzy a slouží jako podklad pro návrh investičního doporučení.

Vstupní údaje

Před zahájením samotného výpočtu vnitřní hodnoty akcie za pomoci daných modelů je nezbytné určit parametry, jež budou v těchto modelech obsaženy.

Bezriziková úroková míra (R_f) je stanovena na úroveň 4,5 %. Tuto míru lze vyjádřit na bázi historického průměru průměrných měsíčních výnosů 10letých státních dluhopisů.

Beta faktor (B) je stanoven na hranici 1,2. Hodnota beta faktoru byla stanovena na základě dat z webových stránek profesora Damodarana (2024).

Tržní výnosová míra (R_m) byla stanovena na základě historické průměru meziročních změn indexu PX (znázorněné v příloze 2). Historický průměr indexu je na úrovni 6,15 %.

Požadovaná výnosová míra (k) je určena prostřednictvím modelu CAPM. Tento model včetně vzorce je uveden v podkapitole 2.3.1.1. Požadovaná výnosová míra byla na základě tohoto vzorce určena na hodnotu 6,48 %.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je stanovena za rok 2023 na 16,43 %. Výpočet hodnoty byl proveden jako podíl zisku po zdanění a vlastního kapitálu.

Čistý zisk na akcii za rok 2023 činil 10,18 Kč. Vypočítá se jako podíl zisku po zdanění určený akcionářům a celkového počtu emitovaných akcií.

Ukazatel B nezbytný pro sestavení udržovacího růstového modelu se pohybuje na hodnotě 0,133. Znázorňuje podíl čistého zisku na akcii snížený o vyplacenou dividendu a čistého zisku na akcii. Vyplacená dividendy za rok 2023 činila 9 Kč na akcii.

Očekávaná míra růstu dividend (g) je vypočtena na základě udržovacího růstového modelu (blíže popsán v podkapitole 2.3.1.1). Hodnota činí 2,19.

Očekávaný zisk po zdanění by se měl při zachování stejného počtu akcií v roce 2024 pohybovat na úrovni 10,2 Kč na jednu akcii. Hodnota vychází ze střednědobého výhledu společnosti Moneta zveřejněného 2. 2. 2024 v tiskové zprávě (2024).

Vedení společnosti odhaduje v tiskové zprávě zveřejněné 2.2. 2024 celkové provozní výnosy ve výši 12,4 mld. Kč. V případě zachování stejného množství emitovaných akcií lze na základě prognózy odhadovat očekávanou výši provozních výnosů na akcii za rok 2024 (S_1) 24,27 Kč.

Společnost v letech 2021, 2022 a 2023 vykázala průměrnou výši provozních výnosů v hodnotě 11,81 mld. Kč. V přepočtu na jednu akcii pak průměrná výše provozních výnosů (S) v letech 2021, 2022 a 2023 činila 23,11 Kč.

Při sestavování průměrného historického kurzu akcie (P) bylo počítáno s obdobím posledních tří let, tedy od 12.4.2021 do 10.4. 2024. Tento časový horizont byl vybrán z důvodu pandemie Covid-19 v roce 2020, kdy se akciové trhy významně propadly, a to včetně akcií Monety, které následně spadly i na své historické minimum. Od roku 2021 následně docházelo k postupnému ožívování trhů. Za vybrané období je průměrný historický kurz akcie Monety stanoven na hodnotě 85,07 Kč, viz příloha 3.

Průměrnou účetní hodnotu akcie vyjadřuje podíl průměrného vlastního kapitálu s celkovým počtem emitovaných akcií. Hodnota průměrné účetní hodnoty akcie (BV) v letech 2021, 2022 a 2023 je stanovena na 58,84 Kč.

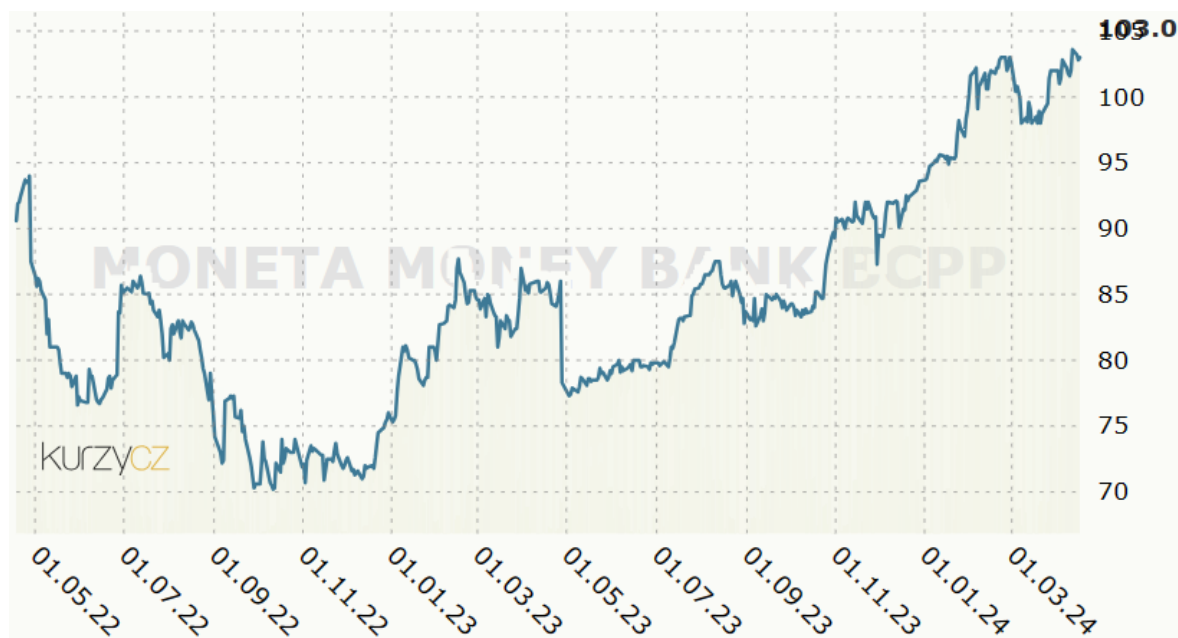
Hodnota vlastního kapitálu v roce 2024 byla odhadnuta na 33,92 mld. Kč. Odhad byl sestaven v závislosti na datech za poslední čtyři roky, tedy od roku 2020 do roku 2024. Za tohle období rostla hodnota vlastního kapitálu společnosti průměrně o 1,72 ml. Kč.

Při dané odhadované hodnotě vlastního kapitálu a stejného množství emitovaných akcií bude očekávaná účetní hodnota akcie v roce 2024 (BV_1) stanovena na 66,38 Kč.

Za roky 2021, 2022 a 2023 bylo postupně vyplaceno formou dividend 7 Kč, 8 Kč a 9 Kč. Výše průměrné historické ceny dividend (D) tedy činí 8 Kč na jednu akcii.

Součinem dividendy za rok 2023 a očekávanou mírou růstu dividend (g) lze odhadnout i očekávanou dividendu v roce 2024 (D_1), a to na 9,2 Kč.

Tržní cena akcií Monety byla stanovena k datu 10.4. 2024, kdy se na Burze cenných papírů Praha obchodovala za 101,60 Kč.



Obrázek 3: Vývoj ceny akcií Monety od 12.4.2022 do 10.4.2024 (zdroj: kurzy.cz, 2024)

Pro přehlednost jsou vstupní parametry k výpočtu vnitřní hodnoty akcie uvedeny v tabulce 6.

Tabulka 6: Vstupní údaje k výpočtu vnitřní hodnoty akcie Monety

Parametry	Hodnota
R _f	4,5 %
Beta faktor	1,2
R _m	6,15 %
k	6,48 %
ROE	16,43 %
Čistý zisk/akcie	10,18 Kč
Ukazatel B	0,133
g	2,19
Očekávaný zisk/akcie	10,2 Kč
S	23,11 Kč
S ₁	24,27 Kč
P	85,07 Kč
BV	58,84 Kč
BV ₁	66,38 Kč
D	8 Kč
D ₁	9,2 Kč

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.1 Dividendový diskontní model

Výpočet vnitřní hodnoty akcie na základě dividendového diskontního modelu vychází z prodeje akcie po třech letech jejího držení. Uvedené výpočtu jsou uvedeny v podkapitole 2.3.2.1.

V prvním kroku je nezbytné sestavit očekávanou výši dividendy pro následující tři roky. Tyto hodnoty lze sestavit na základě již vypočtené očekávané míry růstu dividend (g). V tabulce je znázorněn vývoj již proběhlých výplat dividend a očekávaných výplat dividend (roky označené hvězdičkou).

Tabulka 7: Vývoj výplat a očekávaných výplat dividend za roky 2021 - 2026

Ukazatel	2021	2022	2023	2024*	2025*	2026*
Dividenda (Kč)	7	8	9	9,2	9,4	9,6

Zdroj: vlastní zpracování.

V případě dividendového diskontního modelu je následně vnitřní hodnota akcie vypočtena za základě vzorce 1. Její hodnota je 106,77 Kč, viz výpočet vzorce 22.

$$VH = \frac{9,2}{(1 + 0,022)} + \frac{9,4}{(1 + 0,022)^2} + \frac{85,07 + 9,6}{(1 + 0,022)^3} = 106,77 \quad (22)$$

4.3.2 Ziskové modely

Při stanovení vnitřní hodnoty akci pomocí ziskových modelů je potřeba nejprve vypočítat tzv. normální hodnotu P/E_n , a to prostřednictvím vzorce 6. Následně dojde ke stanovení vnitřní hodnoty prostřednictvím vzorce 7.

Vypočtená hodnota P/E_n je stanovena na hodnotě 21,025 (vzorec 23). Tímto jsou vypočteny již všechny potřebné hodnoty k sestavení vnitřní hodnoty akcie.

$$VH = \frac{9,2/10,2}{6,48\% - 2,19\%} = 21,025 \quad (23)$$

Vzorec 24 znázorňuje výpočet vnitřní hodnoty u ziskového modelu 214,45 Kč. V tomto případě se doporučuje akcii koupit, a to z důvodu, že vnitřní hodnota akcie je významně vyšší než její tržní hodnota.

$$VH = 21,025 * 10,2 = 214,45 \quad (24)$$

4.3.3 Historické modely

Všechny potřebné proměnné včetně popisu problematiky historických modelů jsou uvedeny v podkapitole 2.3.1.4 a můžeme tedy pokračovat ve výpočtech vnitřních hodnot jednotlivých modelů.

K vypočtení vnitřní hodnoty akcie modelu P/S byl využit vzorec 10 a výsledná hodnota byla stanovena na 89,34 Kč (výpočet ve vzorci 25). Při výpočtu bylo počítáno s provozními výnosy namísto s tržbami, jelikož se jednalo v tomto případě o vhodnější variantu.

$$VH = \frac{85,07}{23,11} * 24,27 = 89,34 \quad (25)$$

U modelu P/D byla za pomoci vzorce 12 stanovena vnitřní hodnota akcie na hodnotě 97,83 Kč (viz vzorec 26).

$$VH = \frac{85,07}{8} * 9,2 = 97,83 \quad (26)$$

Model P/BV byl vypočten prostřednictvím vzorce 13 a jeho vnitřní hodnota je 95,97 Kč (viz výpočet ve vzorci 27).

$$VH = \frac{85,07}{58,84} * 66,38 = 95,97 \quad (27)$$

Všechny tři vypočtené modely mají vypočtenou vnitřní hodnotu nižší, než je její tržní cena. I přes to, modely P/D a P/BV se hodnotě tržní ceny významně přibližují, je doporučeno tuto akcii nekupovat.

4.3.4 Model nadměrného výnosu

Problematika modelu nadměrného výnosu je popsána v podkapitole 2.3.1.5, jakožto i vzorec 14 ke stanovení vnitřní hodnoty akcie prostřednictvím tohoto modelu.

$$VH = \frac{3223000000}{511000000} + (16,43 \% - 6,48\%) * \frac{3223000000}{511000000} = 69,35 \quad (28)$$

Vypočtená vnitřní hodnota akcie za pomoci tohoto modelu je stanovena na 69,35 Kč (viz výpočet 28). Při vzájemném porovnání s tržní cenou akcie je doporučení v případě modelu nadměrného výnosu akcii nekupovat.

4.4 Investiční doporučení

Na výsledku investičního doporučení se podílí všechny tři složky fundamentální analýzy, tedy kromě stanovení vnitřní hodnoty akcie Monety je zohledněna i makroekonomická analýza a analýza odvětví, v němž společnost provozuje svoji činnost.

Fundamentální analýza nicméně s sebou přináší i různá úskalí, jež by měl investor při sestavování zohlednit. Tato analýza je do jisté míry subjektivní, jelikož každý investor může informace analyzovat jiným způsobem, a tudíž i dojít k různé ceně akcie. Fundamentální analýza má také za cíl odhadnout budoucí výkonnost společnosti, ovšem změny v makroekonomickém prostředí či nenadálé události mohou tyto prognózy významně narušit. V případě investování je také důležité zohlednit i trendy a emoce investorů, jenž mohou kurz akcie významně ovlivnit.

V roce 2024 se v České republice počítá s nízkým růstem ekonomiky, jenž by měl být tažen především zahraničním obchodem. Často diskutovaným tématem byla v poslední době také inflace, která se v září 2022 dostala až na úroveň 18,1 %, avšak v březnu 2024 se již opět pohybovala kolem inflačního cíle 2 %. Český bankovní sektor lze označit za velice stabilní a odolný, což se ukázalo i v případě pandemie Covid-19, na který banky společně s Českou

národní bankou dokázaly vhodně reagovat a následně i pomáhat klientům v této nelehké době. Ziskovost tohoto sektoru znovu od roku 2020 roste a hodnoty kapitálové přiměřenosti jsou s dostatečným odstupem splňovány. Ve srovnání s průměrem českého bankovního sektoru je kapitálová přiměřenost nižší, avšak stále nad požadovanou úrovní. Na uspokojivých úrovních jsou i hodnoty rentability průměrného vlastního kapitálu (16,43 %) a průměrných aktiv (1,23 %). Banka vykazuje zisky a každým rokem zvyšuje dividendy.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie byl proveden na základě čtyř typů modelů, a to dividendového diskontního modelu (DDM), ziskového modelu (ZM), historického modelu (P/D a P/BV ratio) a modelu nadměrného výnosu (MNV). Vypočtené hodnoty byly následně pro přehlednost seřazeny do tabulky 8.

Tabulka 8: Přehled vypočítaných vnitřních hodnot a odchylek od jejich tržní ceny

Ukazatel	DDM	ZM	P/S	P/D	P/BV	MNV	Průměr
VH (Kč)	106,77	214,45	89,34	97,88	96,02	69,35	112,29
Tržní cena (Kč)	101,6						101,6
Odchylka	5,09 %	111,07 %	-12,03 %	-3,66 %	-5,49 %	-31,74 %	10,52 %

Zdroj: vlastní zpracování.

Z tabulky 8 je zřejmé, že vnitřní hodnota akcie převyšuje její tržní cenu ve dvou případech, a to u dividendového diskontního modelu a ziskového modelu. U zbylých modelů je tržní cena vyšší, než je její tržní hodnota, tedy je nadhodnocená a nedoporučuje se k nákupu.

Nesoulad vnitřních hodnot vypočtených pomocí jednotlivých modelů spočívá v zaměření jednotlivých modelů. Historický model a model nadměrného výnosu vychází z historických dat a tyto modely předpokládají, že výnosy v budoucnu budou odpovídat těm z minulosti. Naproti tomu dividendový diskontní model a ziskový model jsou spíše založeny na odhadech budoucích výnosů a výnosových očekávání společnosti a nejsou přímo založeny na historických datech. Ačkoli tyto modely vychází z historických dat, samotné ocenění je zaměřeno především na budoucí výnosy. Z toho lze usoudit, že modely postavené na historických datech (HM a MNV) vedou k nižšímu očekávání a poskytují především konzervativnější předpovědi.

Ve výsledku je výše všech šesti modelů výpočtu vnitřních hodnot Monety aritmeticky zprůměrována. Tento průměr činí 112,29 Kč. Průměrná vnitřní hodnota akcie je tedy o 10,52 % vyšší, než je její tržní cena a akcii je tedy vhodné koupit. Ačkoli je tržní cena u čtyř modelů z šesti nadhodnocená, je potřeba zmínit, že vypovídací schopnost u všech modelů není totožná.

Jako nejvyužívanější a nejpreciznější z těchto modelů je považován dividendový diskontní model, jehož vnitřní hodnota je o 5,09 % vyšší, než je tržní cena akcie.

Tato akcie je vhodná především pro vyváženého investora, avšak při držení přiměřené míry jako součást diverzifikovaného portfolia. Banka má silnou pozici na trhu, dobrou bilanci a vyplácí investorům dividendu, v důsledku čehož by mohla nadále růst.

Z výčtu tohoto shrnutí a výsledné průměrné vnitřní hodnoty akcie vyplývá doporučení akcie Monety nakoupit.

ZÁVĚR

Diplomová práce měla za cíl provedení fundamentální analýzy společnosti Moneta Money Bank a výpočtu vnitřní hodnoty akcie, včetně investičního rozhodnutí pro potenciální investory. Fundamentální analýza byla rozčleněna na tři části. První část byla věnována makroekonomické analýze České republiky. Druhá část byla zaměřena na český bankovní sektor a třetí část obsahovala finanční analýzu Moneta Money Bank. V poslední části byla také vypočtena vnitřní hodnota akcie této společnosti. Po zohlednění všech tří částí fundamentální analýzy bylo následně stanoveno investiční doporučení.

Výsledné hodnoty v rámci makroekonomické analýzy byly významně ovlivněny hned několika krizemi, a to pandemickou krizí, energetickou krizí a válkou na Ukrajině. To vedlo k významnému poklesu reálného domácího produktu v roce 2020 ve výši -5,6 %. V následujících letech ovšem docházelo k mírnému růstu ekonomiky a v roce 2024 ČNB počítá s růstem 0,6 %, v roce 2025 poté 2,4 %.

V rámci odvětvové analýzy byla práce zaměřena na český bankovní sektor. Úvod patřil charakteristice a regulaci bankovního sektoru, kde byla popsána legislativní pravidla pro podnikání v bankovním sektoru a regulatorní orgány. Další část této analýzy obsahovala ukazatele ziskovosti sektoru, vývoj úvěrování bankovním sektorem a kapitálovou přiměřenost českých bank. Výsledky této analýzy ukázaly, že bankovní sektor v České republice lze považovat v současnosti za stabilní a s nastalými krizemi se vyrovnal velmi dobře. Sektor stabilně vykazuje ziskovost a v rámci kapitálové přiměřenosti dle dohody BASEL III hodnoty významně převyšují minimální požadavky. Objemy poskytovaných úvěrů se neustále zvyšují, na čemž mají největší podíl domácnosti a nefinanční podniky.

V rámci analýzy vybrané společnosti byla zhodnocena finanční výkonnost Moneta Money Bank a vypočtena vnitřní hodnota akcie této společnosti. Finanční analýza byla provedena prostřednictvím ukazatelů rentability, likvidity a kapitálové přiměřenosti. Tyto ukazatele dosáhly velice dobrých hodnot, a to i přes již zmíněné krize. Vnitřní hodnota akcie byla stanovena na základě čtyř modelů, a to dividendového diskontního modelu, ziskového modelu, historického modelu a modelu nadměrného výnosu. Výsledná průměrná vnitřní hodnota akcie po užití těchto modelů činí 112,29 Kč, tedy akcie je o 10,52 % podhodnocená.

Na základě výše uvedených výsledků všech částí fundamentální analýzy je stanoveno investiční doporučení akcie Moneta Money Bank nakoupit, tato investice je vhodná pro vyváženého investora.

POUŽITÁ LITERATURA

Akcie MONETA, 2024. Penize.cz [online]. [cit. 2024-04-17]. Dostupné z: <https://www.penize.cz/burza-cennych-papiru-praha/326262-moneta-money-bank>

ČERNOHORSKÁ, Liběna. Komplexní pohled do bankovního světa. 2. vydání. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2017. ISBN 978-80-7560-094-3

ČERNOHORSKÝ, J. Finance: od teorie k realitě. Finance. Praha: Grada, 2020. ISBN 978-80-271-2215-8

ČNB, 2024a. Bankovní statistika. ČNB [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/bankovni-statistika/bankovni-statistika/

ČNB, 2024b. Seznam jiných systémově významných institucí. ČNB [online]. [cit. 2024-04-23]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/makroobezretnostni-politika/seznam-jinych-systemove-vyznamnych-instituci/>

ČSÚ, 2018. Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2017. ČSÚ [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/58775432/320193-17q4a01.pdf/3c99ab05-2d16-40c1-a085-fd4ef8310b94?version=1.0>

DAMODARAN, A. Damodaran on Valuation. 2. vydání. New York: John Wiley & Sons, 2006. ISBN 0471751219.

DAMODARAN [online], 2024. [cit. 2024-04-08]. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm

DELOITTE, 2018. Výhled české ekonomiky na rok 2018. Deloitte [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/deloitte-analytics/Vyhled-ceske-ekonomiky-na-rok-2018.pdf>

DELOITTE, 2019. Výhled české ekonomiky na rok 2019. Deloitte [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/deloitte-analytics/vyhled-ceske-ekonomiky-na-rok-2019_v2.pdf

DELOITTE, 2020. Výhled české ekonomiky na rok 2020. Deloitte [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/about-deloitte/vyhled_ceske_ekonomiky_2020.pdf

DELOITTE, 2021. Výhled české ekonomiky na rok 2021. Deloitte [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/about-deloitte/deloitte-vyhled-ceske-ekonomiky-na-2021.pdf>

DELOITTE, 2022. Výhled české ekonomiky na rok 2022. Deloitte [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/about-deloitte/deloitte-vyhled-ceske-ekonomiky-na-2022.pdf>

DELOITTE, 2023. Výhled české ekonomiky na rok 2023. Deloitte [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/about-deloitte/vyhled-ceske-ekonomiky-na-2023-Deloitte.pdf>

DELOITTE, 2024. Výhled české ekonomiky na rok 2024. Deloitte [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/about-deloitte/vyhled-ceske-ekonomiky-na-rok-2024.pdf>

GLADIŠ, Daniel. Akciové investice. 2., rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2021. Investice. ISBN 978-80-271-3122-8.

JÍLEK, J. Finanční trhy a investování. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ISBN 978-80-247-1653-4

KALINOWSKI, Marcin. Global Stock Market Development. New York: Taylor & Francis, 2021. ISBN 9781000457322.

KOHOUT, Pavel. Investice: nová strategie. Praha: Grada, 2018. ISBN 978-80-271-2101-4.

Kurzy.cz, 2024. Kurzy.cz [online]. [cit. 2024-04-17]. Dostupné z: https://www.kurzy.cz/akcie-cz/akcie/moneta-money-bank-4090/graf_interaktivni

MFČR [online]. 2022 [cit. 2023-11-30]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/ministerstvo/media/tiskove-zpravy/2022/mimoradna-dan-z-neocekavanych-zisku-bude-48951>

MFČR, 2024. Makroekonomická predikce – leden 2024. MFČR [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-leden-2024-54583>

MONETA, 2024. Historie [online]. [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.moneta.cz/onas/historie>

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

pse.cz [online], 2024. [cit. 2024-04-15]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/detail/XC0009698371>

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

SYROVÝ, Petr a Tomáš TYL. Osobní finance: řízení financí pro každého. 4. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2021. Finance. ISBN 978-80-271-3123-5.

Tisková zpráva, 2024. MONETA [online]. [cit. 2024-04-22]. Dostupné z: <https://investors.moneta.cz/documents/12270853/22230975/mmb-fy2023-press-release-cz.pdf>

TRAMBA, David, 2024. Pohyb zahraničního kapitálu ČR. Ekonomický deník [online]. [cit. 2024-03-31]. Dostupné z: <https://ekonomickydenik.cz/zahranicni-kapital-se-z-ceska-stahuje-vliv-na-to-ma-i-posilovani-role-statu-v-energetice/>

VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. 2. vydání. Praha: ASPI, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9

Výroční zpráva 2022, 2023. MONETA [online]. [cit. 2024-04-17]. Dostupné z: [Výroční finanční zpráva 2022 | MONETA Money Bank](#)

Výroční zpráva 2023, 2024. MONETA [online]. [cit. 2024-04-17]. Dostupné z: <https://investors.moneta.cz/documents/12270853/20117788/mmb-vyrocní-financni-zprava-2023-cz.pdf>

PŘÍLOHA 1: Finanční výkazy Monety za roky 2019 – 2023

Zdroj: vlastní zpracování dle finančních zpráv Monety za roky 2019 – 2023.

Položky (mil. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Vlastní kapitál	24411	27050	29481	31091	32203
Průměrný VK	12205,5	25730,5	28265,5	30286	31647
Čistý zisk	4019	2601	4935	5187	5200
Aktiva	219053	300958	340222	387510	458184
Průměrná aktiva	109526,5	260005,5	320590	363866	422847

PŘÍLOHA 2: Přehled meziročních změn hodnot indexu PX od roku 1994 do roku 2023

Zdroj: vlastní zpracování dle pse.cz, 2024

Rok	Hodnota indexu PX na konci roku	Meziroční změna
1994	557,2	x
1995	425,9	-23,56%
1996	539,6	26,70%
1997	495,3	-8,21%
1998	394,2	-20,41%
1999	489,7	24,23%
2000	478,5	-2,29%
2001	394,6	-17,53%
2002	460,7	16,75%
2003	659,1	43,06%
2004	1032	56,58%
2005	1473	42,73%
2006	1588,9	7,87%
2007	1815,1	14,24%
2008	858,2	-52,72%
2009	1117,3	30,19%
2010	1224,8	9,62%
2011	911,1	-25,61%
2012	1038,7	14,01%
2013	989,0	-4,78%
2014	946,7	-4,28%
2015	956,3	1,02%
2016	921,6	-3,63%
2017	1078,2	16,99%
2018	986,6	-8,50%
2019	1115,6	13,08%
2020	1027,1	-7,93%
2021	1426,0	38,84%
2022	1201,7	-15,73%
2023	1414,0	17,67%
Průměr		6,15%

PŘÍLOHA 3: Vývoj kurzu Monety

Zdroj: vlastní zpracování dle peníze.cz,2024

Datum	Kurz (Kč)	Datum	Kurz (Kč)	Datum	Kurz (Kč)	Datum	Kurz (Kč)
10.04.2024	101,6	11.07.2023	80,1	04.10.2022	72	05.01.2022	93,75
09.04.2024	101,8	10.07.2023	79,5	03.10.2022	70,6	04.01.2022	93,9
08.04.2024	102,2	07.07.2023	79,9	30.09.2022	70,6	03.01.2022	94,1
05.04.2024	102,8	04.07.2023	79,6	29.09.2022	70,3	30.12.2021	93,75
04.04.2024	101,4	03.07.2023	79,8	27.09.2022	72	29.12.2021	94,15
03.04.2024	101	30.06.2023	79,8	26.09.2022	72,6	28.12.2021	93,55
02.04.2024	102	29.06.2023	79,7	23.09.2022	74	27.12.2021	93,85
28.03.2024	102	28.06.2023	79,8	22.09.2022	75	23.12.2021	92,8
27.03.2024	101,4	27.06.2023	79,3	21.09.2022	74,6	22.12.2021	95
26.03.2024	99,5	26.06.2023	79,5	20.09.2022	76,2	21.12.2021	94,9
25.03.2024	99,3	23.06.2023	79,6	19.09.2022	75,6	20.12.2021	94,4
22.03.2024	98,7	22.06.2023	79,5	16.09.2022	75,7	17.12.2021	92,15
21.03.2024	98	21.06.2023	79,5	15.09.2022	77,3	16.12.2021	93,6
20.03.2024	98,9	20.06.2023	80	14.09.2022	77,1	15.12.2021	93,85
19.03.2024	98	19.06.2023	80	13.09.2022	77,3	14.12.2021	94,55
18.03.2024	98,5	16.06.2023	80	12.09.2022	77,1	13.12.2021	94,9
15.03.2024	98	15.06.2023	79,2	09.09.2022	76,9	10.12.2021	95
14.03.2024	99,1	14.06.2023	79,7	08.09.2022	72,4	09.12.2021	95
13.03.2024	99,6	13.06.2023	79,5	07.09.2022	72,2	08.12.2021	94,95
12.03.2024	98,1	12.06.2023	79,4	06.09.2022	73	07.12.2021	95
11.03.2024	98,4	09.06.2023	79,2	05.09.2022	73,3	06.12.2021	94,8
08.03.2024	98	08.06.2023	79,5	02.09.2022	74,2	03.12.2021	94,9
07.03.2024	99,8	06.06.2023	80	01.09.2022	75,9	02.12.2021	95,55
06.03.2024	100,4	05.06.2023	79,7	31.08.2022	77,3	01.12.2021	93,75
05.03.2024	100,8	02.06.2023	79,5	30.08.2022	79	30.11.2021	96
04.03.2024	100,4	01.06.2023	79	29.08.2022	77	29.11.2021	95
01.03.2024	102,6	31.05.2023	79,2	26.08.2022	79	26.11.2021	95,75
29.02.2024	103	30.05.2023	78,7	25.08.2022	79,4	25.11.2021	94,9
28.02.2024	102,4	29.05.2023	78,5	24.08.2022	80,2	24.11.2021	94,25
27.02.2024	102	26.05.2023	79,1	23.08.2022	80,8	23.11.2021	95
26.02.2024	103	25.05.2023	79	22.08.2022	81,5	22.11.2021	95
23.02.2024	103	24.05.2023	79,4	19.08.2022	82,3	19.11.2021	94,85
22.02.2024	102,8	23.05.2023	78,7	18.08.2022	82,7	18.11.2021	89,25
21.02.2024	102,2	22.05.2023	78,5	17.08.2022	82,9	16.11.2021	88,25
20.02.2024	102,2	19.05.2023	78,5	16.08.2022	82,5	15.11.2021	88
19.02.2024	101,8	18.05.2023	78,4	15.08.2022	82,3	12.11.2021	87,8
16.02.2024	102	17.05.2023	78,6	12.08.2022	82,8	11.11.2021	88,7
15.02.2024	101,6	16.05.2023	78,6	11.08.2022	83	10.11.2021	89,5
14.02.2024	100,6	15.05.2023	78,1	10.08.2022	81,7	09.11.2021	88,95
13.02.2024	100,6	12.05.2023	78,6	09.08.2022	82,2	08.11.2021	89,5

12.02.2024	101,8	11.05.2023	78,7	08.08.2022	83	05.11.2021	89
09.02.2024	101	10.05.2023	78	05.08.2022	82	04.11.2021	88,55
08.02.2024	100,8	09.05.2023	77,6	04.08.2022	82,7	03.11.2021	88
07.02.2024	99,1	05.05.2023	77,9	03.08.2022	82,4	02.11.2021	87,8
06.02.2024	102,2	04.05.2023	77,4	02.08.2022	80	01.11.2021	87,4
05.02.2024	102	03.05.2023	77,3	01.08.2022	80,5	29.10.2021	86,8
02.02.2024	101,6	02.05.2023	77,5	29.07.2022	80,2	27.10.2021	86,8
01.02.2024	100,2	28.04.2023	78,3	28.07.2022	82	26.10.2021	86,3
31.01.2024	99	27.04.2023	86	27.07.2022	83	25.10.2021	87,5
30.01.2024	98,3	26.04.2023	85	26.07.2022	83,8	22.10.2021	87,75
29.01.2024	97	25.04.2023	84,5	25.07.2022	83,3	20.10.2021	87,9
26.01.2024	97,7	24.04.2023	84,1	22.07.2022	83,8	19.10.2021	88,75
25.01.2024	98,2	21.04.2023	84,3	21.07.2022	84,5	18.10.2021	88,85
24.01.2024	97,2	20.04.2023	85	20.07.2022	84,3	15.10.2021	89,8
23.01.2024	95,5	19.04.2023	85,7	19.07.2022	85,1	14.10.2021	89,8
22.01.2024	95,3	18.04.2023	85,9	18.07.2022	85	13.10.2021	90
19.01.2024	95,4	17.04.2023	85,5	15.07.2022	85,1	12.10.2021	90,1
18.01.2024	94,9	14.04.2023	85,2	14.07.2022	85,9	11.10.2021	90,15
17.01.2024	95,5	13.04.2023	85,2	13.07.2022	86,4	08.10.2021	90
16.01.2024	95,3	12.04.2023	86	12.07.2022	85,7	06.10.2021	88,6
15.01.2024	95,5	11.04.2023	86	11.07.2022	85,5	05.10.2021	89,2
12.01.2024	95,6	06.04.2023	85,8	08.07.2022	86	04.10.2021	89
11.01.2024	95,4	05.04.2023	85,1	07.07.2022	85,2	01.10.2021	88,75
10.01.2024	95,1	04.04.2023	85,6	04.07.2022	85,5	30.09.2021	88,25
09.01.2024	95,2	03.04.2023	85,3	01.07.2022	85,1	29.09.2021	88,45
08.01.2024	95	31.03.2023	87	30.06.2022	85,7	27.09.2021	88,15
05.01.2024	94,7	30.03.2023	84,7	29.06.2022	83,6	24.09.2021	88
04.01.2024	94,2	29.03.2023	83,5	28.06.2022	83,7	23.09.2021	88,2
03.01.2024	93,8	28.03.2023	82,4	27.06.2022	78,9	22.09.2021	88,35
02.01.2024	93,7	27.03.2023	82,4	24.06.2022	78,5	21.09.2021	88,85
29.12.2023	93,6	24.03.2023	81,8	23.06.2022	77,9	20.09.2021	88
28.12.2023	93,2	23.03.2023	83	22.06.2022	78,8	17.09.2021	88,5
27.12.2023	92,9	22.03.2023	83,1	21.06.2022	78,6	16.09.2021	88,7
22.12.2023	92,4	21.03.2023	83,4	20.06.2022	77,8	15.09.2021	88,75
21.12.2023	92,1	20.03.2023	82,4	17.06.2022	77,1	14.09.2021	89
20.12.2023	92,5	17.03.2023	83	16.06.2022	77	13.09.2021	88,25
19.12.2023	91,4	16.03.2023	81,7	15.06.2022	76,7	10.09.2021	88
18.12.2023	91,5	15.03.2023	81	14.06.2022	76,8	09.09.2021	88
15.12.2023	90,1	14.03.2023	83,3	13.06.2022	77	08.09.2021	88,25
14.12.2023	92	13.03.2023	83,4	10.06.2022	78,8	07.09.2021	88,05
13.12.2023	92,1	10.03.2023	84,3	09.06.2022	78,8	06.09.2021	88,95
12.12.2023	92	09.03.2023	84,9	08.06.2022	79,3	03.09.2021	89
11.12.2023	91,9	08.03.2023	85	07.06.2022	76,8	02.09.2021	89
08.12.2023	92	07.03.2023	83,3	06.06.2022	76,8	01.09.2021	88,95
07.12.2023	92	06.03.2023	84,7	03.06.2022	76,9	31.08.2021	87,3
06.12.2023	91,2	03.03.2023	83,9	02.06.2022	76,9	30.08.2021	87,5

05.12.2023	89,9	02.03.2023	84,6	01.06.2022	77,2	27.08.2021	87,05
04.12.2023	89,4	01.03.2023	84,6	31.05.2022	76,6	26.08.2021	86,65
01.12.2023	89,5	28.02.2023	84,8	30.05.2022	78,8	25.08.2021	86,7
30.11.2023	87,3	27.02.2023	85,3	27.05.2022	78	24.08.2021	87,1
29.11.2023	90,9	24.02.2023	85,3	26.05.2022	78,8	23.08.2021	86,7
28.11.2023	90,8	23.02.2023	84,4	25.05.2022	79	20.08.2021	86,6
27.11.2023	91	22.02.2023	84,3	24.05.2022	78,7	19.08.2021	86,55
24.11.2023	92	21.02.2023	85	23.05.2022	79	18.08.2021	87,75
23.11.2023	91,5	20.02.2023	85,9	20.05.2022	79	17.08.2021	89,15
22.11.2023	92	17.02.2023	86,7	19.05.2022	79,8	16.08.2021	87,4
21.11.2023	91,3	16.02.2023	87,7	18.05.2022	80,8	13.08.2021	88
20.11.2023	90,4	15.02.2023	87	17.05.2022	81	12.08.2021	88,1
16.11.2023	91	14.02.2023	84,6	16.05.2022	81	11.08.2021	88,7
15.11.2023	92	13.02.2023	84	13.05.2022	81	10.08.2021	88,75
14.11.2023	90,6	10.02.2023	84,2	12.05.2022	81	09.08.2021	88,6
13.11.2023	90,5	09.02.2023	84,1	11.05.2022	83,1	06.08.2021	87,95
10.11.2023	90,8	08.02.2023	83	10.05.2022	82	05.08.2021	88
09.11.2023	90,6	07.02.2023	82,9	09.05.2022	84,6	04.08.2021	88
08.11.2023	90	06.02.2023	82,8	06.05.2022	85,3	03.08.2021	88,05
07.11.2023	90,3	03.02.2023	82,7	05.05.2022	86	02.08.2021	87,6
06.11.2023	90,7	02.02.2023	81,3	04.05.2022	86,2	30.07.2021	87,4
03.11.2023	90,5	01.02.2023	80	03.05.2022	85,6	29.07.2021	85,95
02.11.2023	90,8	31.01.2023	80,7	02.05.2022	86,4	28.07.2021	86
01.11.2023	89,3	30.01.2023	81	29.04.2022	87,5	27.07.2021	85,9
31.10.2023	89,7	27.01.2023	81	28.04.2022	94	26.07.2021	85
30.10.2023	89,4	26.01.2023	78,7	27.04.2022	93,5	23.07.2021	85,65
27.10.2023	87,9	25.01.2023	78,7	26.04.2022	93,5	22.07.2021	85,5
26.10.2023	87,3	24.01.2023	78,5	25.04.2022	93,7	21.07.2021	85
25.10.2023	86	23.01.2023	78,1	22.04.2022	92,5	20.07.2021	84
24.10.2023	84,7	20.01.2023	78,6	21.04.2022	92	19.07.2021	83,3
23.10.2023	84,7	19.01.2023	79,3	20.04.2022	91,9	16.07.2021	86,6
20.10.2023	85,2	18.01.2023	79,7	19.04.2022	90,6	15.07.2021	87,1
19.10.2023	85,2	17.01.2023	80	14.04.2022	91,5	14.07.2021	86,9
18.10.2023	84	16.01.2023	80	13.04.2022	91,4	13.07.2021	85,6
17.10.2023	84,1	13.01.2023	80,2	12.04.2022	91	12.07.2021	85,5
16.10.2023	83,7	12.01.2023	80,8	11.04.2022	91,1	09.07.2021	85
13.10.2023	83,6	11.01.2023	81,1	08.04.2022	90,5	08.07.2021	83,5
12.10.2023	83,9	10.01.2023	80,7	07.04.2022	89,9	07.07.2021	83,4
11.10.2023	83,5	09.01.2023	81	06.04.2022	89,7	02.07.2021	81,7
10.10.2023	83,8	06.01.2023	78,8	05.04.2022	90	01.07.2021	81,7
09.10.2023	83,3	05.01.2023	77,6	04.04.2022	90	30.06.2021	81,7
06.10.2023	83,8	04.01.2023	75,8	01.04.2022	89,8	29.06.2021	81,5
05.10.2023	83,4	03.01.2023	75,5	31.03.2022	89,55	28.06.2021	80,1
04.10.2023	84	02.01.2023	75,3	30.03.2022	89,6	25.06.2021	80,1
03.10.2023	84,3	30.12.2022	76	29.03.2022	89,75	24.06.2021	79,2
02.10.2023	84,3	29.12.2022	75,5	28.03.2022	89,3	23.06.2021	79,45

29.09.2023	83,8	28.12.2022	75,3	25.03.2022	89	22.06.2021	79,4
27.09.2023	84,5	23.12.2022	74,5	24.03.2022	89,6	21.06.2021	79,8
26.09.2023	84	22.12.2022	73,6	23.03.2022	89,9	18.06.2021	79,9
25.09.2023	84,5	21.12.2022	72,6	22.03.2022	89,5	17.06.2021	77,7
22.09.2023	85	20.12.2022	71,8	21.03.2022	87,8	16.06.2021	78,1
21.09.2023	84,7	19.12.2022	72	18.03.2022	85,8	15.06.2021	78,25
20.09.2023	84,8	16.12.2022	71,9	17.03.2022	85,85	14.06.2021	78,15
19.09.2023	84,6	15.12.2022	71,8	16.03.2022	85,3	11.06.2021	78,55
18.09.2023	84,7	14.12.2022	72	15.03.2022	84	10.06.2021	78,8
15.09.2023	85	13.12.2022	71,2	14.03.2022	84,2	09.06.2021	79,35
14.09.2023	83,6	12.12.2022	71	11.03.2022	82,5	08.06.2021	78,9
13.09.2023	83	09.12.2022	71,6	10.03.2022	82,25	07.06.2021	79
12.09.2023	83,9	08.12.2022	71,4	09.03.2022	83,1	04.06.2021	78,7
11.09.2023	83,4	07.12.2022	71,3	08.03.2022	81,9	03.06.2021	78,5
08.09.2023	82,6	06.12.2022	71,7	07.03.2022	81,65	02.06.2021	78,2
07.09.2023	84,7	05.12.2022	71,6	04.03.2022	85,75	01.06.2021	77,9
06.09.2023	83	02.12.2022	72,6	03.03.2022	88,1	31.05.2021	78,3
05.09.2023	83,2	01.12.2022	72,4	02.03.2022	88	28.05.2021	78,1
04.09.2023	83,1	30.11.2022	72	01.03.2022	88,4	27.05.2021	78
01.09.2023	83,7	29.11.2022	71,8	28.02.2022	88,85	26.05.2021	78,7
31.08.2023	82,8	28.11.2022	72	25.02.2022	90,95	25.05.2021	78,5
30.08.2023	84,7	25.11.2022	72,9	24.02.2022	89	24.05.2021	78,35
29.08.2023	84,4	24.11.2022	73,7	23.02.2022	91,85	21.05.2021	79
28.08.2023	85	23.11.2022	73,1	22.02.2022	91,6	20.05.2021	79,45
25.08.2023	86	22.11.2022	72,3	21.02.2022	91,7	19.05.2021	79,25
24.08.2023	85,5	21.11.2022	72,5	18.02.2022	92,65	18.05.2021	78,9
23.08.2023	84,9	18.11.2022	72,5	17.02.2022	92,9	17.05.2021	77
22.08.2023	86	16.11.2022	70,9	16.02.2022	93,1	14.05.2021	76,3
21.08.2023	85,7	15.11.2022	72,8	15.02.2022	93,05	13.05.2021	75,5
18.08.2023	85,5	14.11.2022	72,8	14.02.2022	93,45	12.05.2021	75,35
17.08.2023	85,5	11.11.2022	73,1	11.02.2022	93,95	11.05.2021	75,6
16.08.2023	85,8	10.11.2022	73,2	10.02.2022	93,85	10.05.2021	76,3
15.08.2023	86,5	09.11.2022	73,3	09.02.2022	94,65	07.05.2021	77,35
14.08.2023	87,5	08.11.2022	73,1	08.02.2022	94,25	06.05.2021	75,1
11.08.2023	87,5	07.11.2022	73,5	07.02.2022	94	05.05.2021	76,7
10.08.2023	87,2	04.11.2022	72,4	04.02.2022	94,4	04.05.2021	78
09.08.2023	86,8	03.11.2022	70,7	03.02.2022	94,3	03.05.2021	79,1
08.08.2023	86,7	02.11.2022	72,1	02.02.2022	93,2	30.04.2021	80
07.08.2023	86,5	01.11.2022	71,9	01.02.2022	92,8	29.04.2021	80,2
04.08.2023	86,5	31.10.2022	72,3	31.01.2022	93,45	28.04.2021	80,95
03.08.2023	86,1	27.10.2022	74	28.01.2022	92,45	27.04.2021	80,55
02.08.2023	85,8	26.10.2022	73	27.01.2022	92	26.04.2021	80,6
01.08.2023	85,8	25.10.2022	73	26.01.2022	91,95	23.04.2021	80,1
31.07.2023	85,5	24.10.2022	73	25.01.2022	91,15	22.04.2021	80,1
28.07.2023	85,4	21.10.2022	73,3	24.01.2022	91,65	21.04.2021	81,4
27.07.2023	85	20.10.2022	72,6	21.01.2022	92,5	20.04.2021	80,1

26.07.2023	84,9	19.10.2022	72,2	20.01.2022	92,2	19.04.2021	82,05
25.07.2023	83,4	18.10.2022	74	19.01.2022	92,3	16.04.2021	80,15
24.07.2023	83,4	17.10.2022	71,5	18.01.2022	92,8	15.04.2021	78
21.07.2023	83,3	14.10.2022	72,2	17.01.2022	93,7	14.04.2021	78
20.07.2023	83	13.10.2022	70,3	14.01.2022	93,55	13.04.2021	77,8
19.07.2023	83,2	12.10.2022	70,2	13.01.2022	93,45	12.04.2021	78
18.07.2023	83,2	11.10.2022	70,5	12.01.2022	93,5	09.04.2021	77,65
17.07.2023	83,1	10.10.2022	70,7	11.01.2022	93,05		
14.07.2023	81,3	07.10.2022	72,3	10.01.2022	93,1		
13.07.2023	80,9	06.10.2022	72,5	07.01.2022	92,75		
12.07.2023	81	05.10.2022	73,8	06.01.2022	93,15		
Průměr							85,07