VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

Diplomová práce

Finanční a fundamentální analýza Philip Morris, a.s.

Autor práce: Bc. Radek Obruča

Vedoucí práce: Ing. Anna Staňková, CSc.

Rok obhajoby: 2019

Čestné prohlášení

Prohlašují, že jsem diplomovou práci na téma „Finanční a fundamentální analýza Philip Morris, a.s.“ vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu zdrojů.

V Praze dne Radek Obruča

…… ……

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat vedoucí práce Ing. Anně Staňkové, CSc. za pomoc, rady a připomínky k práci.

Anotace

Tato práce se zabývá finanční a fundamentální analýzou společnosti Philip Morris, a. s. V práci je pospán teoretický koncept finanční a fundamentální analýzy se zaměřením na oblasti, které jsou sledovány z pozice investora. Ve finanční analýze je zaměřena pozornost na oblasti rentability, aktivity a finanční stability. Pro lepší pochopení výsledků a zřetelnost vývojových trendů je finanční analýza provedena za období 2014 – 2018. Přes ukazatele kapitálového trhu práce plynule přechází z finanční analýza na fundamentální. V rámci fundamentální analýze je věnována pozornost globální a odvětvové analýze, a hlavně firemní analýze. Je zde popsáno několik dividendových diskontních modelů, ziskových modelů a cashflow modelů, z nichž některé jsou aplikované na společnost Philip Morris za rok 2018.

Annotation

This thesis deals with financial and fundamental analysis of Philip Morris, a. s. There is described theoretical concept of financial and fundamental analysis with focus on the areas important for investors. In financial analysis it means analysis of profitability, activity and financial stability. To show the trends in the indicator values the analyses are made in time series from 2014 to 2018. With the capital market analysis, it smoothly changes to the fundamental analysis. In this part of the thesis the attention is paid to global and sectoral analysis. The most importantly it is focused on corporate analysis. In this part the intrinsic value is being estimated with several method e.g. dividend models, profitability models and cashflow models.

Obsah

1 ÚVOD ... 1

2 FINANČNÍ ANALÝZA ... 2

2.1 Uživatelé ... 2

2.1.1 Interní uživatelé ... 2

2.1.2 Externí uživatelé ... 3

2.2 Zdroje finanční analýzy ... 3

2.2.1 Rozvaha ... 4

2.2.2 Výkaz zisku a ztráty ... 4

2.2.3 Přehled o peněžních tocích ... 5

2.2.4 Příloha k účetní závěrce ... 5

2.3 Metody a techniky finanční analýzy ... 5

2.3.1 Rozdílové ukazatele ... 6

2.3.2 Poměrové ukazatele ... 6

2.3.3 Vrcholové ukazatele ... 6

2.3.4 Univerzální ukazatele ... 7

2.3.5 Syntetické ukazatele ... 7

2.3.6 Faktorová analýza ... 7

2.3.7 Syntéza a predikční modely ... 7

2.4 Oblasti finanční analýzy ... 7

2.4.1 Analýza rentability ... 8

2.4.2 Analýza aktivity ... 12

2.4.3 Analýza likvidity ... 14

2.4.4 Analýza finanční stability ... 16

2.4.5 Ukazatele kapitálového trhu ... 17

3 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ... 20

3.1 Globální fundamentální analýza ... 20

3.2 Odvětvová fundamentální analýza ... 22

3.3 Firemní fundamentální analýza ... 24

3.3.1 Míra růstu dividend, zisku ... 25

3.3.2 Požadovaná výnosová míra ... 27

3.3.3 Dividendové diskontní modely ... 29

3.3.4 Ziskové modely ... 31

3.3.5 Cashflow modely ... 34

4 PHILIP MORRIS, A.S. ... 38

4.1 Finanční analýza ... 39

4.1.1 Rentabilita ... 39
4.1.2 Aktivita ... 42
4.1.3 Likvidita ... 46
4.1.4 Finanční stabilita ... 47
4.1.5 Kapitálový trh ... 49
4.2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ... 50
4.2.1 Globální analýza ... 50
4.2.2 Analýza odvětví ... 52
4.2.3 Firemní analýza ... 55
5 ZÁVĚR ... 61

1 Úvod

Nacházíme se v období, kdy je ekonomika na vzestupu. Žijeme v době s nejnižší nezaměstnaností za posledních několik let, v době, kdy se téměř každý z nás může stát potenciálním investorem. Racionálně uvažující jedinec má zájem na tom, aby se peněžní prostředky, které mu zbydou po uspokojení svých potřeb, zhodnotily. Existuje nespočet možností, kam volný kapitál vložit. Záleží na očekáváních investora, na jeho rizikových preferencích a schopnostech analyzovat příležitost. Vedle běžných spořících účtů a termínovaných vkladů, které však dnes díky nízkým úrokovým sazbám nepředstavují příliš zajímavé zhodnocení, jsou alternativní příležitostí akcie, kterým se během období ekonomického růstu daří nebývale dobře.

A právě o akciích a analýze podniku je tato diplomová práce. Nebude zde popsána jen samotná finanční analýza a její ukazatele. Práce si klade za cíl spojit finanční a fundamentální analýzu firmy, resp. akciového titulu do jednoho celku. Obě části analýzy – finanční a fundamentální spolu úzce souvisí. Investor je musí chápat jako celek, aby byl schopen spolehlivě ohodnotit akcii a činit správně rozhodnutí o nákupu nebo prodeji cenných papírů.

První část práce se zabývá teoretickým konceptem finanční a fundamentální analýzy. Jsou zde popsány ukazatele, modely a metody, které se používají k ohodnocení podniku a akcií. V části věnované finanční analýze je pozornost zaměřena zejména na analýzu rentability, aktivity, likvidity a finanční stability. Druhá část popisuje metody a modely fundamentální analýzy, a to zejména dividendové diskontní modely (DDM), ziskové a cashflow modely. Cílem první části práce je poskytnout čtenáři ucelený metodický koncept, který je možný v praxi použít.

V další části práce je dříve popsaná metodika aplikována na společnost Philip Morris, a. s. (dále také „Firma“). Protože charakteristika odvětví a ekonomické prostředí nepochybně dopadají na vnitřní hodnotu akcie, je věnovaná pozornost globální fundamentální analýze a analýze odvětví, ve kterém se Firma nachází. V rámci firemní fundamentální analýzy jsou aplikovány vhodné metody, které se slučují s charakterem Firmy a jejichž teoretický základ je v předchozích kapitolách popsán.

V závěru práce jsou porovnány jednotlivé metody a výsledky, ke kterým daná technika vede.

2 Finanční analýza

> *„Finanční analýza podniku je pojímána jako metoda hodnocení finančního hospodaření podniku, při které se získaná data třídí, agregují, poměřují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj.“ (Sedláček 2011, s. 3)*

Finanční analýza je nástroj, který se zabývá financemi podniku, pomocí kterého je možné identifikovat silné a slabé stránky společnosti. Finanční analýza čerpá data zejména ze zdrojů finančního účetnictví podniku, resp. z účetních výkazů. Dává externímu uživateli odpovědi na otázky týkající se rizik investování do daného podniku. Interním uživatelům pomáhá identifikovat silné a slabé stránky společnosti a umožňuje tak managementu včas reagovat na blížící se problém. Je zřejmé, že zdroje pro interní uživatele jsou mnohem širší a mohou tedy získat detailnější přehled o situaci podniku. Interní analytik nečerpá data jen z veřejně dostupných finančních výkazů, ale také z podnikových plánů a rozpočtů, cenových a nákladových kalkulací a dalších evidencí. (Marek 2009, s. 185)

2.1 Uživatelé

Jak vyplývá z textu výše, uživatelé finanční analýzy nejsou jen pracovníci firmy. Jsou jimi i ostatní subjekty, které mají s danou společností obchodní nebo právní vztah, ale i ty subjekty, které žádnou přímou vazbu na společnost nemají.

2.1.1 Interní uživatelé

Manažeři jsou primární skupinou uživatelů finanční analýzy. Mají k dispozici nejpřesnější a nejaktuálnější informace o firemních financích. Ty pak mohou využít pro dlouhodobé i operativní řízení podniku. Identifikace silných a slabých stránek napomáhá manažerům k určení správného podnikatelského záměru pro další období, určení optimální majetkové struktury, rozhodování o investicích, rozhodování o vhodném způsobu financování atp.

Zaměstnanci jsou druhou skupinou interních uživatelů, kteří mají zájem na prosperitě podniku. Prosperita a stabilita podniku jim umožní zachovat jejich pracovní místa a dobré finanční výsledky podniku se také mohou odrazit v jejich mzdách.

2.1.2 Externí uživatelé

Banky a věřitelé potřebují znát dostatek informací, aby se mohli rozhodnout, zda poskytnou firmě finanční prostředky či nikoli. Banka analyzuje bonitu klienta a hodnotí strukturu majetku a způsob jeho současného financování. Dále se zaměřuje na hodnocení rentability, která dává odpověď na otázku, jak podnik dosahuje zisku a zhodnocuje vložený kapitál. Nedílnou součástí zkoumání je také likvidita, která hraje roli především při poskytování krátkodobých úvěrů.

Další skupinou externích uživatelů jsou obchodní partneři. Ty zajímá, zda je podnik schopen hradit své krátkodobé závazky. Za předpokladu dlouhodobého vztahu je v zájmu protistrany dlouhodobá stabilita obchodního partnera.

Konkurenční společnosti zajímají informace o ostatních firmách v odvětví. Srovnávají jejich výsledky hospodaření, rentabilitu, ziskovou marži, obrátky zásob atp.

Státní orgány a instituce mohou využívat údaje z účetních závěrek pro statistické účely a kontrolu daňové povinnosti subjektu.

Důležitou skupinou externích uživatelů, kteří nemají přímou vazbu na podnik, jsou investoři. V této skupině se můžeme bavit o investorech – vlastnících, kteří do podniku vložili kapitál, a investorech, kteří teprve investici do podniku zvažují. První skupina investorů používá finanční analýzu jako kontrolní nástroj managementu. Zajímají se, zda jsou jejich investované finanční prostředky dobře uloženy. Sledují stabilitu, likviditu a disponibilní zisk, ze kterého jim jsou vypláceny dividendy. Investoři, kteří zvažují zařazení společnosti do svého portfolia, se zaměřují na riziko, rentabilitu, dividendovou výnosnost atp. V případě investice do dluhových cenných papírů posuzují také bonitu a likviditu. (Grünwald a Holečková 2009, s. 28)

2.2 Zdroje finanční analýzy

Aby bylo možné získat přesné a důvěrné informace o situaci v podniku, je zapotřebí, abychom disponovali kvalitními, správnými a přesnými vstupními daty. Komplexnost a detailnost dat je klíčovým faktorem pro výpočet adekvátních výsledků finanční analýzy. Zde narážíme na problém, pokud vystupujeme jako externí uživatel – investor. Ne všechny firmy totiž zveřejňují svoje účetní závěrky nebo údaje v nich mohou být zkreslené. Finanční analýza často pracuje na bázi srovnání, kdy se porovnávají data vůči plánu nebo v dimenzi času a prostoru. Pro časovou dimenzi je nezbytným předpokladem mít dostupná data za posledních několik

účetních období v dostatečném detailu. V dimenzi prostoru porovnáváme data analyzovaného podniku s daty firem působících ve stejném odvětví, regionu nebo na stejném trhu. Tato data obvykle srovnáváme se středními hodnotami zvolené prostorové dimenze. Jak již bylo řečeno, hlavním zdrojem finanční analýzy jsou účetní výkazy, které jsou rozebrány v následujících podkapitolách. (Marek 2009, s. 187)

2.2.1 Rozvaha

Rozvaha je stavový výkaz, zachycující strukturu majetku a zdrojů podniku k určitému časovému okamžiku.

> *„Struktura aktiv poskytuje základní informaci o tom, jaká část aktiv podniku se nalézá ve vázané a jaká v likvidní formě.“(Sedláček 2011, s. 22)*

Majetková struktura podniku je specifická pro každý předmět podnikání. Například společnosti zabývající se prodejem zboží budou mít v rozvaze vyšší podíl krátkodobých aktiv.

> *„Kapitálová struktura informuje uživatele o druhu kapitálu, o době trvání kapitálu i o stabilitě (jistotě) podniku. Ukazuje, zda podnik využívá kapitálu optimálně z pohledu zadluženosti a vázanosti kapitálu“ (Sedláček 2011, s. 25)*

Z hlediska finanční analýzy je důležité přesně specifikovat, které položky jsou z časového hlediska považovány za dlouhodobé a které za krátkodobé. Důležitou roli hraje také rozdělení zdrojů financování na vlastní a cizí zdroje. Při analyzování dat z rozvahy je soustřeďována pozornost především na stav a vývoj bilanční sumy, sktrukturu aktiv a pasiv a vývoj jejich jednotlivých složek k celkovému stavu. Nutné je také sledování relací mezi jednotlivými složkami aktiv a pasiv. (Mařík a kolektiv 2011, s. 97)

2.2.2 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty zachycuje náklady a výnosy za určité období. Na akruálním principu zobrazuje detaily tvorby výsledku hospodaření, které nejsou zjistitelné z rozvahy. Pro finanční analýzu je výkaz zisku a ztrát klíčový. Využívají se z něj údaje o tržbách a nákladech, resp. o výsledku hospodaření, se kterým se často pracuje při výpočtu ukazatelů rentability. (Grünwald a Holečková 2009, s. 41)

2.2.3 Přehled o peněžních tocích

Přehled o peněžních tocích zachycuje pohyb peněz během určitého období. To, že firma vykázala v účetním období zisk, ještě nutně nemusí znamenat, že dosáhla i peněžních příjmů. Tento výkaz nám říká, jakým způsobem podnik v daném období získal peníze a jak s nimi nakládal. Údaje z přehledu o peněžních tocích budou využity v cashflow modelech ve fundamentální analýze, viz kapitola 3.3.5.

2.2.4 Příloha k účetní závěrce

Příloha k účetní závěrce více doplňuje informace, které nejsou jasné ze sestavených výkazů a objasňuje skutečnosti v nich vykázané. Informuje uživatele o zvolených účetních metodách, způsobech oceňování majetku a jeho odpisování a dalších skutečnostech důležitých ke správnému pochopení účetních výkazů. Objasnění těchto skutečností je důležité právě pro externí uživatele. (Holečková 2008, s. 36)

2.3 Metody a techniky finanční analýzy

Na rozdíl od finančního účetnictví nebo daní nejsou metody finanční analýzy žádným způsobem normalizovány ani upravovány legislativou. Existují jen obecné postupy, pravidla, která vychází z potřeb řešit nejčastější problémy zjišťované finančními analýzami. Pro ohodnocení finanční situace podniku nestačí jen samotný výpočet ukazatelů finanční analýzy, ale je nezbytné zapojit i úsudek a zkušenosti samotného analytika. Snadno se tedy stane, že pokud zadáme k řešení stejný problém několika analytikům, získáme několik odlišných způsobů řešení a výsledků. Čím lepší vypovídací schopnost analýzy požadujeme, tím složitější pravděpodobně systém bude. Velmi důležité je ke všem vypočítaným výsledkům vypracovat komentář vysvětlující, o čem daná analýza uživatele informuje. (Doucha 1996, s. 20)

Podle toho, zda analyzuje přímo jednotlivé položky účetních výkazů bez vztahu k jiným položkám, hovoříme o absolutní metodě (extenzivní ukazatelé). Tato metoda slouží k porovnávání stavových a tokových ukazatelů v jejich přirozených jednotkách. Nevýhodou této metody je, že vzhledem ke své citlivosti na velikost podniku neumožňuje porovnávat různé podniky mezi sebou.

Relativní metodu (intenzivní ukazatele) využije analytik, pokud porovnává vztah položky k jiné položce. Tyto ukazatele jsou méně citlivé na velikost firmy, protože poměřují dva stavové nebo

tokové ukazatele proti sobě. Vyjadřují míru, v jaké jsou extenzivní ukazatele využívány a jak se mění. Poměrové ukazatele jsou hlavním nástrojem a srdcem finanční analýzy. Díky nim je možné zkoumat závislosti finančně-účetních dat.

Finanční analýzu lze dále rozdělit do dvou směrů – horizontální a vertikální analýzu. Horizontální a vertikální analýza tvoří odrazový můstek rozboru finančních výkazů. Horizontální analýza se soustředí na vývoj trendů. Porovnává hodnoty absolutních ukazatelů v čase, a to jak v absolutním, tak i v relativním pojetí. Analytik tak získá odpověď na otázku, o kolik jednotek a o kolik procent se změnila jednotlivá položka v čase. Tyto hodnoty lze porovnávat také pomocí bazických indexů vůči zvolenému stále stejnému období. Vertikální analýza zkoumá sktrukturu, resp. poměr jednotlivých položek ve výkazech proti smysluplně agregovanému celku. Říká se jí také procentní rozbor komponent nebo strukturální analýza. Na rozdíl od horizontální analýzy nepracuje s účetními výkazy mezi jednotlivými lety, ale pouze s položkami v rámci výkazu za daný rok.

2.3.1 Rozdílové ukazatele

Tyto ukazatele představují prostý rozdíl dvou absolutních ukazatelů. Říká se jim také finanční fondy, které jsou chápány jako agregace určitých stavových položek, resp. rozdíl mezi těmito položkami. Nejčastěji používanými finančními fondy ve finanční analýze jsou čistý pracovní kapitál, čisté pohotové prostředky a čistý peněžní majetek.

2.3.2 Poměrové ukazatele

Jak již bylo zmíněno, poměrové ukazatele tvoří jádro metodiky finanční analýzy. Jsou jejím základním nástrojem. Jejich konstrukci je třeba přizpůsobit tomu, co chce analytik měřit. Poměrové ukazatele lze vypočítat vydělením jedné položky nebo skupiny položek jednou položkou nebo skupinou položek. Tak je možné měřit a hodnotit mnoho závislostí mezi finančními daty. Hlavní důraz je kladen na vypovídací schopnost těchto ukazatelů.

2.3.3 Vrcholové ukazatele

Tyto ukazatele se skládají z tzv. jistícího faktoru a rizikového faktoru. Jistící faktor představuje čitatel ukazatele. Jedná se faktor, který omezuje riziko. Příkladem jsou tržby, zisk v různých formách (EBT, EBIT, EBDIT), atd. Ve jmenovali těchto ukazatelů jsou faktory, které přinášejí riziko. Typicky se jedná o různé formy zdrojů financování, tj. formy vlastního a cizího kapitálu, nebo majetek, který váže kapitál.

2.3.4 Univerzální ukazatele

Univerzální ukazatele lze použít u všech podniků bez ohledu na předmět jejich činnosti, přičemž bude zachována jejich vypovídací schopnost. Patří sem všechny vrcholové ukazatele. Univerzální ukazatele v sobě nemohou obsahovat veličiny věcné povahy. Tj. takové veličiny, které se jen v peněžním vyjádření zobrazují.

2.3.5 Syntetické ukazatele

Syntetické ukazatele využívají metod víceaspektního hodnocení. Spojují jednotlivé poměrové ukazatele do vyššího celku. Využívají tedy vypovídacích vlastností poměrových ukazatelů, přičemž každému ukazateli jsou přisuzovány různé váhy, obvykle určené na základě zkušenosti nebo matematicko-statistických metod. Syntetické ukazatele se využívají v různých predikčních modelech. Nejznámějším příkladem je Altmanův model, který upozorňuje na nebezpečí úpadku podniku.

2.3.6 Faktorová analýza

V podstatě se jedná o rozklad univerzálních ukazatelů na dílčí (příčinné) ukazatele. Tyto dílčí ukazatele vysvětlují příčiny vývoje vrcholových ukazatelů. Typickým příkladem takové analýzy je DuPont pyramidový rozklad rentability kapitálu.

2.3.7 Syntéza a predikční modely

Snahou modelu je popsat současnou situaci podniku za pomoci různých matematických operací s dílčími poměrovými ukazateli. Výsledný údaj se následně hodnotí z různých hledisek. Dobře zvolený model může pomoci včas odhalit blížící se problém, kdy podnik začíná být ohrožen finanční tísní nebo bankrotem. V takovém případě hovoříme o bankrotních modelech. V opačném případě máme na mysli tzv. bonitní modely, kterými se posuzuje finanční zdraví podniku. Syntéza slouží k vyjádření vyhlídek financí podniku do budoucnosti. Je nezbytné brát na vědomí, že žádný z modelů nedokáže budoucnost přesně předpovědět. (Grünwald a Holečková 2009, kap. 4)

2.4 Oblasti finanční analýzy

V kapitole 2.1 jsou zmíněny odlišné informační potřeby uživatelů finanční analýzy. Tito uživatelé obecně požadují o podniku informace, které se dají rozdělit do tří oblastí:

- Údaje o výnosnosti v různých formách,

- platební schopnosti a
- údaje dlouhodobé solventnosti podniku.

S ohledem na požadavky uživatele a cíl finanční analýzy se mohou ukazatele kategorizovat na provozní a finanční. Provozní ukazatele zkoumají, jak podnik hospodaří se svým majetkem. Finanční posuzují finanční sktrukturu, zadluženost, likviditu a solventnost. V rámci těchto kategorií se ukazatelé sdružují do oblastí, z nichž každá se váže k některému aspektu hospodaření s majetkem nebo k finanční situaci podniku. Ukazatele je možné rozčlenit do těchto skupin:

- ukazatele rentability,
- aktivity,
- likvidity
- finanční stability a
- ukazatele kapitálového trhu.

Více o jednotlivých skupinách a jejich vlastnostech bude popsáno v následujících podkapitolách. (Holečková 2008, kap. 5)

2.4.1 Analýza rentability

Analýza rentability patří k nejsledovanějším oblastem finanční analýzy. Vysvětluje, jakým způsobem podnik dosahuje zisku, a tedy jak se mu daří plnit základní cíl – maximalizaci tržní hodnoty firmy. Rentabilita se dá obecně vyjádřit jako poměr výnosu vůči vynaloženým prostředkům (kapitálu) potřebných k dosažení tohoto výnosu.

V závislosti na tom, jakou proměnnou dosadíme do čitatele ukazatele rentability, rozlišujeme několik druhů. Jedná se o ukazatele výnosnosti, ziskovosti a peněžní rentability. Ukazatele výnosnosti mají v čitateli dosazené výnosy, ukazatele ziskovosti výsledek hospodaření a ukazatele peněžní rentability peněžní tok.

Ukazatele rentability lze zároveň vyjádřit ve dvou formách. Zajímáme-li se jen o výnosy, které plynou jen ve prospěch podniku, bavíme se o tzv. podnikové podobě ukazatele. Bereme-li v potaz výnosy podniku i jeho věřitelů, máme na mysli obecnou podobu ukazatele rentability. Obě formy lze dále měřit v čisté nebo hrubé podobě, resp. zdaněné nebo nezdaněné formě.

Použití zdaněné formy ukazatele znemožní porovnání podniků z různých ekonomických prostředí. To je dáno odlišnou konstrukcí daně a jejich sazeb, které mohou významným způsobem ovlivnit hodnotu ukazatele.

Prvním stupněm sledování rentability je ukazatel rentability úhrnného vloženého kapitálu, resp. rentability aktiv (ROA). V čisté podnikové podobě má následující formu:

$$ROA = \frac{EAT}{Aktiva}$$

Rovnice 2-1: Rentabilita aktiv v čisté podnikové podobě

kde ROA = rentabilita aktiv, EAT = výsledek hospodaření po zdanění.

Ukazatel v hrubé podnikové podobě obsahuje v čitateli místo výsledku hospodaření po zdanění výsledek hospodaření před úroky a zdaněním. Jeho forma je následující:

$$ROA_{nezd} = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

Rovnice 2-2: Rentabilita aktiv v hrubé podnikové podobě

kde ROA_{nezd} = rentabilita aktiv v hrubé podnikové podobě, EBIT = výsledek hospodaření před úroky a zdaněním.

Podoba ukazatele v čisté obecné podobě je vyjádřena následujícím vzorcem:

$$ROA_O = \frac{EAT + ÚN * (1 - SDzP)}{Aktiva}$$

Rovnice 2-3: Rentabilita aktiv v čisté obecné podobě

kde ROA_O = rentabilita aktiv v čisté obecné podobě, EAT = výsledek hospodaření po zdanění, ÚN = úrokové náklady, SDzP = sazba daně z příjmu.

Úrokové náklady jsou do čitatele přidány proto, že do obecné podoby zahrnujeme kromě výnosů podniku také výnosy věřitele. Výnosy věřitele jsou vyjádřeny úrokovými náklady. Poslední modifikací tohoto ukazatele je jeho vyjádření v hrubé obecné podobě.

$$ROA_{O,nezd} = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

Rovnice 2-4: Rentabilita aktiv v hrubé obecné podobě

kde $ROA_{O,nezd}$ = rentabilita aktiv v hrubé obecné podobě, EBIT = výsledek hospodaření před úroky a zdaněním.

V rámci této podoby se použije výsledek hospodaření před zdaněním a o daň se zde neupravují ani úroky.

Všechny výše zmíněné ukazatele pracují souběžně s tokovou a stavovou veličinou. Toková veličina se kumuluje v průběhu sledovaného období. Stavová veličina svou velikost pouze mění. Pro zpřesnění výsledků ukazatele bychom měli použít průměrnou hodnotu aktiv za sledované období.

Dalším stupněm rentability je rentabilita vlastního kapitálu (ROE). Ta je pro výpočet o něco jednodušší, neboť její obecná podoba je stejná jako podniková. Je to dáno tím, že neobsahuje cizí kapitál, ze kterého by plynuly výnosy věřitelům v podobě úroků. Zároveň se převážně vyskytuje pouze v čisté podobě. Vlastníky podniku zajímá spíše čistý výnos, který si mohou rozdělit na dividendách, než hrubý výnos. Výpočet je následující:

$$ROE = \frac{EAT}{VK}$$

Rovnice 2-5: Rentabilita vlastního kapitálu

kde ROE = rentabilita vlastního kapitálu, VK = vlastní kapitál, EAT = výsledek hospodaření po zdanění.

Rentabilita vlastního kapitálu hodnotí, zda vlastní kapitál přináší dostatečný výnos, který zároveň odpovídá podstupovanému riziku investora. Hodnota ukazatele ROE by měla být vyšší než výnos z alternativní investice se stejným rizikem nebo vyšší, než je bezriziková úroková míra. Toto tvrzení ale obvykle neplatí. Důvodem je, že investor, který chce nakoupit akcie dané společnosti, nakupuje akcii za tržní cenu. Tržní cena je obvykle rozdílná od účetní ceny akcie. Další problém s interpretací ROE je, že hodnota vlastního kapitálu může být záporná. Pokud je zároveň záporná i hodnota EAT, bude ukazatel ROE kladný. Pozitivní informace, kterou nám ukazatel v této situaci poskytne, ale vůbec neodpovídá situaci, ve které podnik je. (Marek 2009, kap. 6.2)

Jak již bylo zmíněno, sledování a analýza rentability patří mezi nejdůležitější činnosti finanční analýzy. Pro posouzení finančního zdraví podniku nestačí sledovat pouze tento vrcholový ukazatel a jeho meziroční změny. Na rentabilitu působí řada faktorů, které je možné identifikovat rozkladem vrcholového ukazatele na dílčí (příčinné) ukazatele.

$$ROA = \frac{EAT}{Tržby} * \frac{Tržby}{Aktiva}$$

Rovnice 2-6: Rozklad rentability aktiv

kde ROA = rentabilita aktiv, EAT = výsledek hospodaření po zdanění.

Z výše uvedeného vztahu vyplývá, že rentabilita celkového kapitálu je ovlivněna ziskovostí tržeb a obratovostí kapitálu. Ziskovost tržeb vyjadřuje, jak podnik dosahuje zisku při dané úrovni tržeb. Je přímo ovlivněna tím, jak podnik pracuje s náklady, resp. spotřebovává kapitál. Obratovost kapitálu vyjadřuje efektivitu využití majetku, více viz kapitola 2.4.2.

Obdobně můžeme na příčinné ukazatele rozložit i rentabilitu vlastního kapitálu. Oproti ROA se navíc do rovnice dostane finanční páka. Ta má vyvolat zvýšení rentability tím, že podnik využívá nejen vlastní kapitál, ale také cizí kapitál. Rozklad vypadá následovně:

$$ROE = \frac{EAT}{Tržby} * \frac{Tržby}{Aktiva} * \frac{Aktiva}{VK}$$

Rovnice 2-7: Rozklad rentability vlastního kapitálu

kde ROE = rentabilita vlastního kapitálu, EAT = výsledek hospodaření po zdanění, VK = vlastní kapitál.

Využití cizích zdrojů je pro podnik levnější a zároveň je jednodušší vyčíslit náklady cizího kapitálu. Nelze však tvrdit, že by měl podnik hospodařit pouze s cizími zdroji, protože jsou levnější. Dlouhodobě by se podnik měl snažit dosahovat optimální kapitálové struktury. Ta se považuje za optimální, pokud jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Zároveň je třeba sledovat a řídit riziko, které souvisí se zvyšováním cizích zdrojů v podniku, viz. kapitola 2.4.4. (Valach a kolektiv 1999, kap. 13)

V souvislosti s finanční pákou se zkoumá také její ziskový účinek. Jedná se o multiplikátor, který udává, zda má zvyšování podílu cizího kapitálu pozitivní vliv na rentabilitu kapitálu.

$$Ziskový\ účinek\ finační\ páky = \frac{EBT}{EBIT} * \frac{Aktiva}{VK}$$

Rovnice 2-8: Ziskový účinek finanční páky

kde EBT = výsledek hospodaření před zdaněním, EBIT = výsledek hospodaření před úroky a zdaněním, VK = vlastní kapitál.

Pokud je hodnota ukazatele vyšší než 1, je účinek finanční páky na rentabilitu pozitivní a naopak. Porovnáme-li výnosnost podniku jako celku s průměrnou úrokovou mírou, získáme hodnotu úrokové marže. Pokud bude úroková míra nižší než rentabilita celkového kapitálu, je využití cizích zdrojů pro podnik přínosné a naopak. (Holečková 2008, kap. 6.1)

2.4.2 Analýza aktivity

Analýza aktivity soustřeďuje pozornost na to, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Informuje o tom, jak jsou využívány jednotlivé majetkové části. Pokud podnik disponuje majetkem, který nevyužívá, vznikají mu zbytečné náklady, které snižují zisk, resp. rentabilitu. V opačné situaci přichází podnik o dodatečné výnosy, které by mohl realizovat, kdyby měl dostatek kapacit.

Aktivitu lze charakterizovat dvěma typy ukazatelů. Prvním typem je rychlost obratu, která vyjadřuje, kolikrát se určitá položka aktiv přemění v tržby. Druhým typem je doba obratu, která říká, jaká doba je nutná k uskutečnění jednoho obratu.

Pro zjištění, zda podnik dokáže zvyšovat tržby, aniž by zároveň musel zvyšovat finanční zdroje, slouží ukazatel pro výpočet vázanosti celkových aktiv.

$$Vázanost\ celkových\ aktiv = \frac{Aktiva}{Tržby}$$

Rovnice 2-9: Vázanost celkových aktiv

Čím nižší je hodnota ukazatele, tím lépe. Znamená to, že firma dosahuje produkční efektivnosti a dokáže expandovat, aniž by potřebovala dodatečné finanční zdroje. Pro výpočet relativní vázanosti stálých aktiv bychom v čitateli nahradili aktiva stálými aktivy. Tento ukazatel se však s plynoucím časem zlepšuje zcela automaticky. To je zapříčiněno vlivem odpisů, které jsou stanovené z historických cen. Tím jsou starší aktiva podhodnocena a podnik vykazuje lepší výkonnost. (Sedláček 2011, kap. 8.2)

Komplexním ukazatelem udávající efektivnost využívání celkových aktiv je obrat celkových aktiv. Udává, kolikrát se během sledovaného období přemění aktiva v tržby.

$$Obrat\ celkových\ aktiv = \frac{Tržby}{Aktiva}$$

Rovnice 2-10: Obrat celkových aktiv

Tento ukazatel lze dále rozdělit na obrat stálých aktiv a obrat běžných aktiv, a to pouhou záměnou hodnot ve jmenovateli. Opět platí, že hodnota ukazatele obratu stálých aktiv bude ovlivněna odpisovou politikou. V rámci oběžných aktiv se obvykle sleduje obrat zásob, pohledávek, finančního majetku a pracovního kapitálu. Pro vyjádření doby obratu upravíme ukazatel do následující podoby:

$$Doba\ obratu\ celkových\ aktiv = \frac{Aktiva}{Tržby/365}$$

Rovnice 2-11: Dobra obratu celkových aktiv

Nyní se podíváme blíže na krátkodobá aktiva. Obrat zásob je ukazatel, který udává intenzitu využívání zásob. Ten je možné vyjádřit ve dvou formách:

$$Obrat\ zásob = \frac{Tržby}{Zásoby}$$

Rovnice 2-12: Obrat zásob var.1

nebo

$$Obrat\ zásob = \frac{Náklady}{Zásoby}$$

Rovnice 2-13: Obrat zásob var.2

Slabinou prvního ukazatele je, že tržby reflektují aktuální tržní podmínky, kdežto zásoby jsou oceňovány historickými cenami. Z toho důvodu jsou do čitatele vloženy náklady vynaložené na pořízení zásob. Dobu obratu zásob následně vypočítáme obdobně jako dobu obratu celkových aktiv.

Informace o platební disciplíně odběratelů podává ukazatel doba obratu pohledávek. Ta mimo jiné říká, jak dlouho se majetek vyskytuje ve formě pohledávek. Užitečné je porovnání

vypočtené hodnoty s podmínkami splatnosti vystavených faktur. Je-li hodnota ukazatele vyšší než průměrná lhůta pro úhradu faktury, znamená to, že odběratelé nesplácí svoje závazky včas. Díky tomu může firma začít uvažovat o změně inkasních podmínek včas.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{Pohledávky}{Tržby\ /\ 365}$$

Rovnice 2-14: Doba obratu pohledávek

Máme-li dostatek informací, je vhodné místo celkových pohledávek použít pouze hodnotu pohledávek z obchodního styku. Užitečné je také porovnat vlastní platební disciplínu. Ta se měří pomocí doby obratu závazků.

$$Doba\ obratu\ zázvazků = \frac{Závazky}{Tržby\ /\ 365}$$

Rovnice 2-15: Doba obratu závazků

Udává dobu trvání úhrady závazku ve dnech od okamžiku jeho vzniku. Po tuto dobu podnik využívá bezplatní obchodní úvěr. Tyto získané volné prostředky mohou být využity k jiným účelům, které mohou generovat dodatečné tržby.

Vzájemným porovnáním doby obratu pohledávek a závazků získáme hodnotu tzv. obchodního deficitu. Je-li doba obratu pohledávek větší než doba obratu závazků, znamená to, že podnik poskytuje úvěr svým odběratelům a naopak. Obě hodnoty by se ideálně neměly příliš rozcházet. Příliš dlouhá doba obratu pohledávek může vyústit v platební problémy, a naopak příliš dlouhá doba obratu závazků může narušit obchodní vztahy s odběrateli. (Holečková 2008, kap. 7)

$$Obchodní\ deficit = Doba\ obratu\ pohledávek - Doba\ obratu\ zázvazků$$

Rovnice 2-16: Obchodní deficit

2.4.3 Analýza likvidity

Likvida je schopnost podniku přeměnit majetek v peněžní prostředky nebo jiné ekvivalenty, které mohou být použity k úhradě závazků. Od pojmu likvidita se odlišuje pojem solventnost. Solventnost představuje schopnost podniku dlouhodobě uspokojovat závazky v termínu splatnosti.

Podle rychlosti přeměny majetku lze likviditu odstupňovat do 3 kategorií:

- běžná likvidita (likvidita 3. stupně),
- pohotová likvidita (likvidita 2. stupně) a
- peněžní (okamžitá) (likvidita 1. stupně).

Běžná likvidita představuje poměr mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými pasivy. Vyjadřuje schopnost podniku přeměnit krátkodobá aktiva na prostředky, které uhradí všechny jeho krátkodobé závazky.

$$BL = \frac{Kr.aktiva}{Kr.\ pasiva}$$

Rovnice 2-17: Běžná likvidita

Optimální hodnota ukazatele se liší dle strategie řízení likvidity. Optimální hodnoty jsou mezi 1,5 a 2,5, jak je vidět v následující tabulce:

Strategie	Hodnota BL
Konzervativní	nad 2,5
Průměrná	mezi 1,5 a 2,5
Agresivní	pod 1,5

Tabulka 2-1: Strategie řízení běžné likvidity, zdroj: (Marek 2009, s. 280)

Příliš nízká likvidita může vést k budoucím problémům v podniku. Příliš vysoká likvidita také není úplně ideální, protože to znamená, že podnik drží vysoký poměr krátkodobých aktiv vůči dlouhodobým. Krátkodobá aktiva jsou méně výnosná než dlouhodobá a podnik tak přichází o zisk.

Pohotová likvidita oproti běžné nebere v potaz zásoby, které jsou považovány za nejméně likvidní položku krátkodobých aktiv.

$$PL = \frac{Kr.aktiva - Zásoby}{Kr.\ pasiva}$$

Rovnice 2-18: Pohotová likvidita

Pro pohotovou likviditu platí v podstatě totéž, co pro běžnou. Optimální velikost ukazatele je v rozpětí mezi 1 a 1,5. Obecně má na hodnotu likvidity vliv také obor podnikání. Například maloobchodní podnik, který prodává za platbu v hotovosti výhradně koncovému spotřebiteli, bude mít velmi nízkou pohotovou likviditu v důsledku nízkých pohledávek. Naproti tomu

výrobní podniky, které disponují zásobami a prodávají odběratelům na fakturu, budou mít vyšší hodnotu pohotové likvidity.

Poslední stupeň likvidity lze měřit pomocí okamžité nebo peněžní likvidity. Ty pracují pouze s nejlikvidnějšími složkami aktiv jako jsou peněžní prostředky a krátkodobé cenné papíry a podíly.

$$OL = \frac{KFM}{Kr.\ pasiva}$$

Rovnice 2-19: Okamžitá likvidita

$$Peněžní\ L = \frac{PP}{Kr.\ pasiva}$$

Rovnice 2-20: Peněžní likvidita

kde KFM = krátkodobý finanční majetek, PP = peněžní prostředky. (Marek 2009, kap. 6.5)

Krátkodobý finanční majetek zahrnuje i krátkodobé cenné papíry a podíly. Optimální hodnota OL, resp. peněžní likvidity je 0,2 a vyšší. Akceptovat lze i 0, za předpokladu, že společnost má povolený kontokorentní rámec. Je totiž iracionální držet vysoký stav peněžních prostředků, které nepřinášejí žádný zisk, když lze využít práva jít do debetu. Samozřejmě je nutné zvážit i případné poplatky a úroky, které si banka za tuto službu účtuje.

Tak jako likvidita představuje relativní podíl krátkodobých aktiv a krátkodobých pasiv, pracovní kapitál je absolutním ukazatelem likvidity.

$$Prac.kapitál = Kr.aktiva - Kr.Pasiva$$

Rovnice 2-21: Pracovní kapitál

Vyjadřuje, jaká část krátkodobých aktiv je kryta dlouhodobými zdroji. V racionálně řízeném podniku by měl být vždy k dispozici pro realizaci záměrů vedení podniku. Lze jej také chápat jako prostředky, které umožní pokračovat v činnosti v případě, kdy je podnik nucen splatit převážnou část svých závazků. (Holečková 2008, kap. 9.1)

2.4.4 Analýza finanční stability

Z analýzy rentability popsané v kapitole 2.4.1 vyplývá, že podíl cizího kapitálu ovlivňuje výnosnost kapitálu akcionářů. Současně s tím samozřejmě zvyšuje riziko. Racionální investor

volí do svého portfolia takové akcie, které při co nejnižším riziku přinesou co možná nejvyšší výnos. K hodnocení finanční stability se vychází z vertikální analýzy rozvahy. Prvním ukazatelem je ukazatel věřitelského rizika. Ten se vypočítá podle následující rovnice:

$$Ukazatel\ věřitelského\ rizika = \frac{Dluhy}{Aktiva}$$

Rovnice 2-22: Ukazatel věřitelského rizika

Riziko finanční nestability roste při vyšších hodnotách ukazatele. Pokud je však hodnota ukazatele nižší než rentabilita celkového kapitálu, je situace pro investora příznivá, neboť podnik umí dobře využívat finanční páku. Zaměníme-li v čitateli dluhy za vlastní kapitál, získáme hodnotu ukazatele vlastnického rizika, který je převrácenou hodnotou ukazatele finanční páky.

Klíčovým ukazatelem pro investory je ukazatel celkového rizika. Ten poměřuje dluhy vůči vlastnímu kapitálu.

$$Ukazatel\ celkového\ rizika = \frac{Dluhy}{VK}$$

Rovnice 2-23:Ukazatel celkového rizika

Často je spojován s ukazatelem úrokového krytí. Podniky musí za cizí kapitál platit ve formě úroků, které snižují zisk. Míra krytí úroků ziskem před úroky a zdaněním by se měla ideálně pohybovat do hodnoty 3.

$$Úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{Úroky}$$

Rovnice 2-24: Ukazatel úrokového krytí

Pro ukazatele zadluženosti nelze jednoznačně stanovit interval, ve kterém by se měly pohybovat. Struktura pasiv je specifická ke struktuře aktiv. Stále by mělo platit pravidlo, že dlouhodobá aktiva jsou financována dlouhodobými zdroji a krátkodobá krátkodobými zdroji. (Holečková 2008, kap. 9)

2.4.5 Ukazatele kapitálového trhu

Tyto ukazatele jsou důležité zejména pro potenciální investory. Vyjadřují, jak trh hodnotí finanční situaci podniku, která je výsledkem všech výše zkoumaných analýz. Pro investory je

důležité, aby se jim jejich investice vrátila. Toho lze na kapitálovém trhu dosáhnout tak, že investor získává vyplacenou dividendu z akciového titulu, nebo očekává růst ceny akcie nebo obojí. Některé z těchto ukazatelů jsou již součástí zpráv o akciovém titulu na burze. Typickým příkladem je tržní hodnota pro akcionáře. Ta se stanoví jako součin tržní hodnoty akcie a počet emitovaných akcií.

$$MV = P * počet\ akcií$$

Rovnice 2-25: Tržní hodnota firmy

kde MV = tržní hodnota, P = tržní cena akcie.

Ideální je, aby tržní hodnota byla vyšší než účetní hodnota, resp. výše vlastního kapitálu. Znamená to totiž, že investoři hodnotí reprodukční schopnost podniku pozitivně a jeho tržní přidaná hodnota je taktéž kladná.

V souvislosti s výplatou dividend se sleduje i dividendový výplatní poměr. Ten udává, jaký podíl z čistého zisku je rozdělen na dividendách.

$$p = \frac{D}{\frac{EAT}{počet\ akcií}}$$

Rovnice 2-26: Výplatní poměr

kde p = dividendový výplatní poměr, D = dividenda na akcii, EAT = výsledek hospodaření po zdanění.

S rostoucí hodnotou výplatního poměru může investor očekávat vyšší dividendy. Pokud se však na vysokou hodnotu ukazatele podíváme z druhé strany, znamená to, že podnik zřejmě nemá do čeho investovat nebo není schopen rozšiřovat svoji činnost. To může mít negativní dopad na tržní hodnotu akcie. Podíl reinvestic, resp. zadržovací poměr získáme následujícím výpočtem:

$$b = 1 - p$$

Rovnice 2-27: Zadržovací poměr

kde b = zadržovací poměr (retention ratio), p = výplatní poměr.

Hodnoty těchto ukazatelů jsou dále často využívány v rámci fundamentální analýzy. Kromě výplatního poměru se v souvislosti s dividendami sleduje také dividendový výnos. Ten je vyjádřen poměrem dividendy na akcii ku tržní ceně akcie.

$$DY = \frac{D}{P}$$

Rovnice 2-28: Dividendový výnos

kde DY = dividendový výnos, D = dividenda na akcii, P = tržní cena akcie.

Výpočet je důležitý zejména pro akcionáře, kteří se zaměřují na dividendové tituly a od svých investic očekávájí zhodnocení ve formě dividendových výnosů. Více o ziskových modelech je popsáno v kapitole 3.3.4. (Holečková 2008, kap. 13)

3 Fundamentální analýza

> *„Fundamentální analýza je nejkomplexnějším a nejrozsáhlejším přístupem k objasnění kurzových pohybů. Zabývá se odhalováním a zkoumáním základních a podstatných ekonomických, politických, sociálních, geografických, demografických aj. faktorů a událostí, které determinují vnitřní hodnotu akcie.“ (Veselá 2003, s. 12)*

Z výše uvedené definice je patrné, že fundamentální analýza je více náročná na vstupy. Zřejmě nikoho nepřekvapí, že vypočtené ukazatele z finanční analýzy tvoří vstupní hodnoty pro fundamentální analýzu. Fundamentální analýza však nečerpá data jen z účetních výkazů společnosti, ale bere v úvahu také například životní cyklus odvětví, legislativní podmínky, strukturu odvětví, očekávaný vývoj úrokových měr, inflace atd.

Prakticky lze fundamentální analýzu rozdělit do třech úrovní, které jako celek mají vliv na vnitřní hodnotu akcie. Jedná se o:

1. globální fundamentální analýzu,
2. odvětvovou fundamentální analýzu,
3. firemní fundamentální analýzu.

3.1 Globální fundamentální analýza

Globální fundamentální analýza se zaměřuje na zkoumání vztahu mezi vývojem akciových kurzů a vývojem ekonomiky, měřeného pomocí korelačního koeficientu. Tyto vztahy lze pak do určité míry použít jako východisko pro predikci vývoje akciových kurzů. Indikátory informující o stavu ekonomiky lze v souvislosti s předvídáním akciových kurzů rozdělit do tří kategorií:

1. předbíhající,
2. překrývající a
3. zpožděné.

O předbíhajících indikátorech hovoříme, pokud dojde ke změně sledované veličiny v čase T, ale ke změně druhé veličiny dojde až v čase T+1. V případě překrývajících se indikátorů dochází

ke změně obou veličin ve stejném čase. Zpožděné indikátory jsou opakem předbíhajících indikátorů, tj. obrácený úhel pohledu.

Ve většině případů platí, že v krátkodobém horizontu plní akciové kurzy funkci předbíhajících indikátorů. To můžeme tvrdit například ve vztahu k HDP nebo k indexu průmyslové produkce. Opačným příkladem je peněžní nabídka, která je předbíhajícím indikátorem vůči akciovým kurzům. U překrývajících se indikátorů je problém, že je nemůžeme použít pro prognózu akciových kurzů. Mezi tyto indikátory můžeme opět zařadit HPD nebo index průmyslové produkce, ale z dlouhodobého horizontu.

Mezi reálným výstupem ekonomiky měřeným pomocí HDP nebo indexu průmyslové produkce a vývojem akciových kurzů je pozitivní vztah. To znamená, že s růstem HDP roste poptávka po akciích a tím i jejich cena.

Dalším faktorem, jehož vztah k vývoji akciového kurzu zkoumáme, je úroková míra. Ta má na cenu akcie negativní vliv. Můžeme říci, že s růstem úrokové míry roste požadovaná úroková míra investora, čímž dojde k poklesu vnitřní hodnoty akcie, následně poptávky a ceny akcie. Úroková míra ovlivňuje cenu akcie také přes dluhopisový trh. S růstem úrokové míry klesá cena dluhopisů, tím roste poptávka po dluhopisech a klesá poptávka po akciích, což způsobí pokles ceny akcie. Třetím způsobem, jak se úroková míra promítne do ceny akcie, je přes firemní náklady cizího kapitálu. S růstem úrokové míry rostou náklady cizího kapitálu, tím dochází k poklesu investic firem, poklesu jejich zisků, což negativně ovlivní poptávku po akciích a cenu akcie.

V případě inflace je vypozorován slabý negativní vztah. Ta se do ceny akcie může promítnout několika způsoby. Prvním je hypotéza peněžní iluze, která předpokládá, že investoři nerozlišují mezi nominální a reálnou úrokovou mírou. S růstem inflace tedy poroste požadovaná výnosová míra investora a při nezměněné výši dividendy dojde k poklesu vnitřní hodnoty akcie, poptávky po akciích a ceny akcie. Další způsob interpretace je pomocí hypotézy daňového efektu, která vychází z účetnictví, kde je majetek vykázán v historických cenách. Z toho důvodu dochází k podhodnocení nákladových položek, které tak zvýší daňové zatížení. Tím dojde k poklesu čistého zisku, následně poptávky po akciích a ceny akcie.

Vývoj peněžní zásoby má s akciovými kurzy pozitivní vztah. S růstem peněžní nabídky rostou investice do akcií, poptávka a cena akcie. Nepřímo se peněžní nabídka do ceny akcie může projevit také tak, že s růstem peněžní nabídky klesá úroková míra. Následkem je pokles firemních nákladů na cizí kapitál, růst firemních investic, růst zisku a ceny akcie.

Z ekonomického pohledu samozřejmě cenu akcie ovlivňuje daleko více faktorů, než které jsou zde zmíněné. Může se jednat o pohyb zahraničního kapitálu, který hraje důležitou roli především na méně likvidních trzích. V úvahu by měl investor brát také politické a ekonomické šoky, které mohou mít negativní dopad na ceny akcií atp.

3.2 Odvětvová fundamentální analýza

Odvětvová fundamentální analýza zkoumá charakteristické rysy a specifika odvětí, ve kterém firma působí. Odvětví můžeme rozdělit do několika kategorií podle toho, jak jsou citlivá na hospodářský cyklus:

1. cyklická,
2. neutrální a
3. anticyklická.

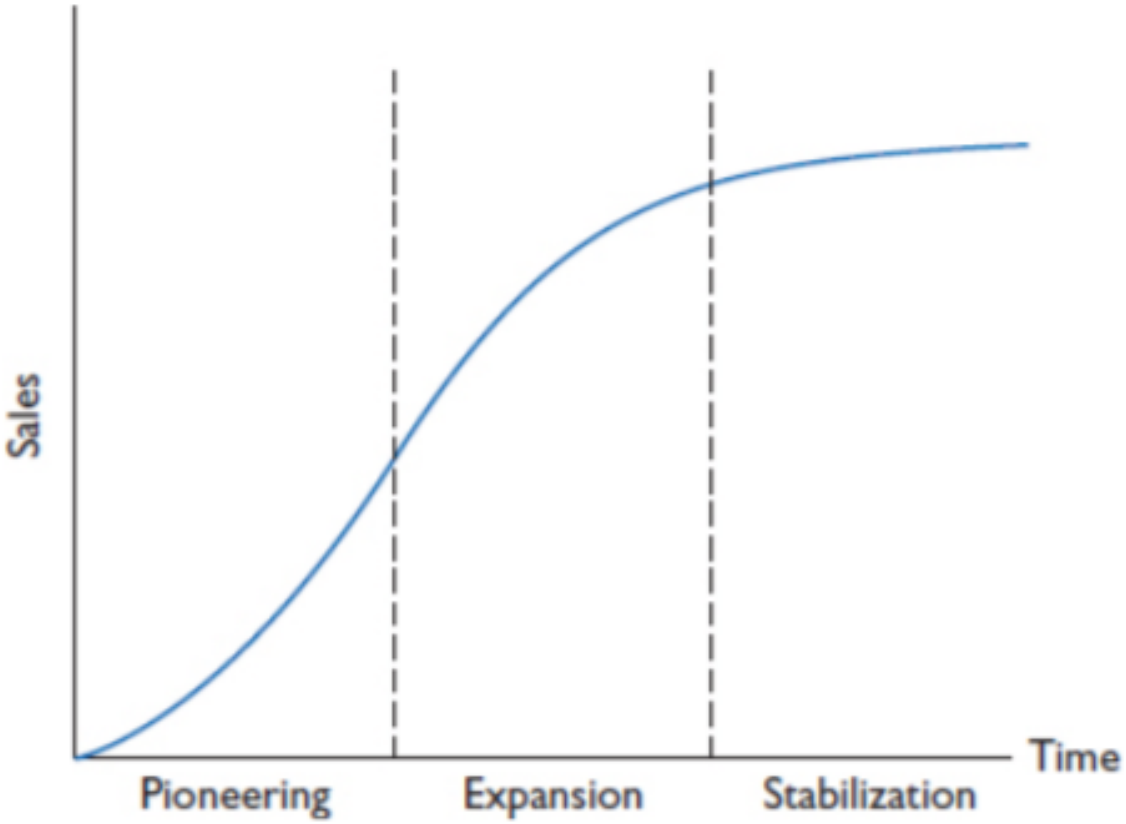
Pro cyklické odvětví je charakteristické, že vývoj tržeb, zisků a cen akcií je v souladu s hospodářským cyklem. Příkladem tohoto odvětví jsou odvětví zabývající se výrobou a prodejem luxusních statků a služeb, automobilový průmysl, hotelnictví atp. U těchto firem je třeba vývoj hospodářského cyklu zahrnout do prognózy sledované veličiny.

U firem spadajících do neutrálního odvětví je typická stabilita tržeb a cen akcií. Příkladem je potravinářský průmysl, farmaceutický průmysl, energetika a obecně všechna odvětví produkující nezbytné statky a služby. Prognóza u tohoto typu firem je proveditelná bez větších problémů.

Anticyklické odvětví je takové odvětví, ve kterém mají firmy vyšší zisky ve fázi recese než v období konjuktury. Kurzy akcií se v tomto odvětví pohybují inverzně proti ekonomickému cyklu. Firmy v tomto odvětví produkují levnější substituty, po nichž roste poptávka v období recese. Příkladem mohou být společnosti z oděvního, ale i potravinářského průmyslu. (Veselá 2003)

Důležitou částí fundamentální analýzy odvětví je identifikace části životního cyklu, ve kterém se firma nachází. Na základě určení fáze životního cyklu může investor zvolit vhodné metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Akciové kurzy vykazují odlišné chování v různých stádiích životního cyklu. Životní cyklus je možné rozdělit do čtyř fází:

1. pionýrská fáze,
2. fáze expanze,
3. fáze stabilizace a
4. fáze poklesu.



Obrázek 1: Fáze životního cyklu odvětví, zdroj: (Charles Parker 2013)

Pionýrská fáze je charakteristická rapidním růstem poptávky po produktech firmy. Během této fáze jsou na trh uváděny nové výrobky a služby, dochází ke konkurenčnímu boji. Rychlý nárůst tržeb a zisků táhne na trh další firmy. Značná část z nich však ještě v průběhu pionýrské fáze zanikne. Pro investora je v tomto stádiu obtížné predikovat vývoj ceny akcie. Akciové kurzy vykazují vysokou volatilitu a postavení jednotlivých firem na trhu je značně nestabilní. Na druhou stranu lze očekávat nadprůměrné výnosy, avšak za cenu podstoupení vysokého rizika.

Ve fázi expanze se nacházejí firmy, které ubránily svoji pozici na trhu v průběhu pionýrské fáze. Firmy budují své postavení na trhu, rostou, expandují a inovují svoje produkty. Akciové kurzy vykazují nižší volatilitu. Poptávka po produkci je stále na vysoké úrovni, avšak neroste tak rapidně jako v první fázi cyklu. Pro investora klesá míra podstupovaného rizika, stejně tak klesají i očekávané výnosy.

Nejdelší fází životního cyklu odvětví je fáze stabilizace. Produkty firem neprocházejí velkými inovacemi, jsou jistým způsobem standardizované. Tržby firmy jsou stabilní a růst zisků závisí na schopnosti managementu řídit náklady. Pro investora klesá riziko na minimum. Očekávané zisky odpovídají úrovni podstupovaného rizika.

Postupný pokles zisků vede k přechodu do fáze úpadku. Některé firmy se mohou rozhodnout odvětví opustit, jiné naopak inovují svoje produkty a znovu se dostávají do pionýrské fáze. (Charles Parker 2013)

3.3 Firemní fundamentální analýza

Výsledkem fundamentální analýzy je stanovení správné ceny akcie a její porovnání s cenou tržní. Pokud je tržní cena vyšší než vnitřní hodnota akcie, říkáme o akcii, že je nadhodnocená a doporučujeme její prodej. V opačném případě hovoříme o podhodnocené akcii a můžeme ji doporučit k nákupu. Firemní analýza pracuje s ukazateli popsanými v kapitole 2.4, tj. ukazateli finanční analýzy. Do ocenění akcií samozřejmě vstupuje také faktor času a úrokové míry. Je tedy patrné, že vnitřní hodnota akcie není v čase konstantní a investiční doporučení se tedy v průběhu času mění. Obecně se dá říci, že k investičnímu doporučení staršího 6 měsíců bychom měli přistupovat s velkou opatrností.

Metody stanovení vnitřní hodnoty akcie lze rozdělit do několika skupin. První a nejčastěji používanou skupinou jsou metody predikující budoucí příjmy. Druhá skupina zahrnuje metody vycházející ze současné situace podniku. Jedná se o bilanční metody nebo metody vycházející z odhadu hodnoty majetku. Poslední skupinou jsou metody založené na historických datech. (Krabec 2002, s. 39)

Než se dostaneme ke konkrétním modelům stanovujícím vnitřní hodnotu akcie, je nutné správně stanovit míry růstu dividend, popř. zisku a také požadovanou úrokovou míru.

3.3.1 Míra růstu dividend, zisku

Míra růstu dividend je jedním z klíčových faktorů ve firemní fundamentální analýze. Jeho chybné stanovení bude mít fatální dopad na vnitřní hodnotu akcie. Je tedy nezbytné věnovat tomuto faktoru náležitou pozornost. Míru růstu můžeme stanovit několika způsoby, kdy vycházíme z historické míry růstu dividend nebo míry růstu odhadované analytiky nebo z míry růstu odvozené od firemních finančních ukazatelů. Prvním a třetím způsobem se budeme nyní zabývat.

Nejméně náročné je určit míru růstu na základě historických údajů o dividendách za použití dvou krajích hodnot. Výpočet je následující:

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_m}{D_s}} - 1$$

Rovnice 3-1: Míra růstu dividend

kde g = míra růstu dividend, zisku, D_m = mladší dividenda, D_s = starší dividenda, t = počet let mezi mladší a starší dividendou

Tento jednoduchý postup má však svoje nedostatky. Především nebere v úvahu vývoj dividend v intervalu mezi mladší a starší dividendou. Budou-li výkyvy mezi zvolenými dvěma krajními body příliš vysoké, nebo extrémně nízké, získáme neadekvátní míru růstu, která bude mít neblahý dopad na vnitřní hodnotu akcie.

Nedostatky předchozího výpočtu lze eliminovat výpočtem průměrné míry růstu. V tomto případě nastává otázka, jaký typ průměru použít. Aritmetický průměr bude velmi citlivý na extrémní hodnoty. Vhodné je použití geometrického průměru, který volatilitu vstupních dat zmírní. Tento postup se aplikuje na jednotlivé meziroční míry růstu vypočtené pomocí Rovnice 3-1.

Další možností stanovení míry růstu je kombinace obou výše zmíněných přístupů. Nejprve se vypočítá geometrický průměr několika (obvykle 3) krajích hodnot dividend. Následně se stanoví míra růstu pomocí Rovnice 3-1, kde místo dividend dosadíme vypočtené geometrické průměry. Takto vypočtené míře růstu se říká normalizovaná míra růstu dividend. Získaný údaj

je přesnější a reálnější, avšak náročnější na vstupní data, která zejména u mladších firem nemusí být k dispozici.

Pro potřeby některých modelů musíme znát také míru růstu zisku. Ta se dá vyjádřit takto:

$$g = \left(\frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}}\right)$$

Rovnice 3-2: Míra růstu zisku

kde g= míra růstu zisku, E_t = zisk běžného roku, E_{t-1} = zisk předchozího roku.

Zde může nastat problém, který u počítání s dividendami nehrozí. Pokud bude hodnota E_{t-1} záporná, nebude výpočet dávat smysl. Lze tedy alternativně použít vztah definovaný takto:

$$g = \frac{E_t - E_{t-1}}{Max(E_t, E_{t-1})}$$

Rovnice 3-3: Míra růstu zisku

Výpočet se aplikuje opět meziročně a jednotlivé hodnoty se zprůměrují. Použitelnost historické míry růstu je tím nižší, čím vyšší je volatilita vstupních dat. V potaz je třeba brát také velikost firmy. U mladých začínajících firem lze jistým způsobem akceptovat vysokou míru růstu, která se může udržet i v budoucích letech. U velkých firem je vysoká hodnota pravděpodobně dlouhodobě neudržitelná. Podstatný dopad na hodnotu ukazatelů mají také změny v důležitých firemních nebo odvětvových rozhodnutích. Například změna dividendové politiky, změny regulace apod. Při stanovení míry růstu zisků si je třeba dávat pozor také na původ zisku. Tím je myšleno, zda je generován běžnou činností nebo jednorázovými událostmi.

Vyjdeme-li z analýzy rentability (viz. kapitola 2.4.1), můžeme stanovit míru růstu za pomocí ukazatele ROE udržovacím růstovým modelem. Předpoklad tohoto modelu je stabilní dividendový výplatní poměr. Potom lze míru růstu vyjádřit takto:

$$g = \frac{ROE_t * VK_t - ROE_{t-1} * VK_{t-1}}{ROE_{t-1} * VK_{t-1}}$$

Rovnice 3-4: Míra růstu odvozená z ROE

kde g= míra růstu zisku, ROE_t = rentabilita vlastního kapitálu v běžném roce, VK_t = vlastní kapitál v běžném roce, ROE_{t-1} rentabilita vlastního kapitálu v minulém roce, VK_{t-1} vlastní kapitál v minulém roce.

Aplikujme zjednodušující předpoklad, kdy změna vlastního kapitálu je tvořena přírůstkem čistého zisku. Potom můžeme říci, že se jedná o zadržený zisk zhodnocený ROE. Při stabilní rentabilitě vlastního kapitálu můžeme vzorec tedy ještě zjednodušit do následující podoby:

$$g = ROE * b$$

Rovnice 3-5: Míra růstu odvozená ze stabilní ROE

kde g= míra růstu zisku, ROE = rentabilita vlastního kapitálu, b = zadržovací poměr.

Pro zohlednění změn v rentabilitě vlastního kapitálu musí být použit odlišný vzorec, který bere tuto změnu v potaz.

$$g = \left(VK_t * \frac{ROE_t - ROE_{t-1}}{E_t}\right) + b * ROE_t$$

Rovnice 3-6: Míra růstu s variablní ROE

(Veselá 2003, kap. 2)

3.3.2 Požadovaná výnosová míra

Nezbytným vstupním faktorem pro ohodnocovací modely je požadovaná výnosová míra. Stejně jako u míry růstu, je důležité přesně a reálně stanovit i požadovanou výnosovou míru. Zjištěná hodnota bude využívána pro práci s časovou hodnotou peněz. Měla by v sobě zohledňovat náklady obětované příležitosti, riziko a likviditu daného instrumentu. S rostoucím rizikem a klesající likviditou by měla být úroveň požadované výnosové míry vyšší. Existuje několik možnosti, jak tuto míru stanovit.

Nejznámější je model oceňování kapitálových aktiv CAPM. V tomto modelu hraje důležitou roli přímka cenných papírů. Ta odvozuje střední očekávánou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za podstupované riziko. Přímku lze vyjádřit následujícím vztahem:

$$k = r_f + \beta_A * [E(R_m) - r_f]$$

Rovnice 3-7: Požadovaná výnosová míra z modelu CAPM

kde k = střední očekávaná výnosnost akcie, resp. požadovaná výnosová míra, r_f = bezriziková výnosnost, β_A = beta koeficient akcie (směrnice přímky), $E(R_M)$ = očekávaná výnosnost trhu, $[E(R_M) - r_f]$ = prémie za riziko.

Z uvedeného vztahu je vidět, že očekávaná výnosnost závisí na výši bezrizikové výnosnosti, prémii za tržní riziko a koeficientu β_A, který přestavuje jedinou proměnnou modelu, která se váže přímo k hodnocenému titulu. Míru systematického rizika, tj. koeficientu beta vypočítáme takto:

$$\beta_A = K_{Am} * \frac{S_A}{S_m}$$

Rovnice 3-8: Koeficient beta

kde K_{Am} = koeficient korelace mezi výnosností akcie a výnosností trhu, S_A = riziko akcie vyjádřené směrodatnou odchylkou, S_m = riziko trhu vyjádřené směrodatnou odchylkou.

Vyjde-li hodnota beta koeficientu = 1 pak má akcie průměrné systematické riziko. Jinými slovy je stejně riskantní jako akcie na kapitálovém trhu. S růstem beta roste i riziko akcie a naopak.

I přesto, že patří model CAPM k často využívaným metodám, má i svá omezení. Především očekává existenci dokonalého trhu. Další problém je, jakým způsobem stanovit bezrizikovou úrokovou míru. Lze totiž říci, že každé aktivum představuje určitou míru rizika. Pro stanovení bezrizikové úrokové míry se často využívá výnosnost státních pokladničních poukázek. Dále musíme získat odpověď na otázku, jak velká má být prémie za riziko. Ta je vyjádřena na úrovni očekávaných hodnot a říká, o kolik je výnosnost trhu vyšší než výnosnost bezrizikových aktiv. Výnosnost trhu se obvykle stanoví z dlouhodobé výnosnosti některého z akciových indexů. Z těchto hodnot se stanoví střední hodnota, která se následně porovná s výnosností státních pokladničních poukázek.

Tento model je poměrně náročný na vstupní data. Pokud nemá investor k dispozici spolehlivá data z kapitálového trhu, na kterém hodnotí zvolený titul, doporučuje se použít data z USA a hodnotu upravit o rizikovou prémii země. (Mařík a kolektiv 2011, kap. 4)

Stanovit požadovanou výnosovou míru lze také pomocí dividendového diskontního modelu. U stabilních firem s průměrnou, konstantní výnosností je možné vyjít z Gordonova modelu.

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Rovnice 3-9: Požadovaná výnosová míra z Gordonova modelu

kde D_1 = očekávaná dividenda, P_0 = kurz akcie, g = míra růstu (viz kapitola 3.3.1).

Pokud do výpočtu dosadíme do jmenovatele aktuální tržní cenu, bude mít výsledná hodnota charakter skutečné výnosové míry. Proto je vhodné použít vnitřní hodnotu akcie vypočtenou na základě jiného modelu. Použití výsledku získaného na základě použití aktuálního tržního kurzu povede k tomu, že se bude akcie jevit jako správně oceněná. Důležité je mít na paměti, že nesprávné stanovení požadované výnosové míry bude mít za následek chybné ocenění akcie, a to povede k nesprávnému investičnímu rozhodnutí. (Veselá 2003, kap. 2)

3.3.3 Dividendové diskontní modely

Jedná se o velmi propracovanou metodu pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, která je založená na současné hodnotě všech budoucích příjmů z akcie. Příjmy z akcie máme na mysli dividendy a v případě prodeje akcie i její prodejní kurz. Z toho titulu můžeme dividendové diskontní modely rozdělit na modely s konečnou a nekonečnou dobou držby.

U modelů s nekonečnou dobou držby uvažujeme příjmy pouze ve formě dividend, které mohou být upravovány očekávanou mírou růstu. Absence prodejní ceny v modelech předpokládá, že je cena již obsažena v budoucích dividendách, které jsou upravovány na současnou hodnotu. Tento typ modelů se využívá zejména pro dlouhodobé predikce akciových kurzů. Proto je třeba počítat s krátkodobými odchylkami skutečného kurzu od vnitřní hodnoty.

Dividendové modely s konečnou dobou držby se používají v případě, kdy očekáváme prodej akcie v blízké budoucnosti. Příjmy uvažované v modelu se tedy skládají nejen z dividend, ale i z prodejní ceny akcie. Tyto modely je velmi obtížné využívat v dlouhodobém časovém horizontu zejména kvůli obtížnému stanovení budoucí prodejní ceny v dlouhém období držby.

V souvislosti s dividendou můžeme modely dále dělit podle toho, jaký trend dividendy vykazují. Pokud hodnocená společnost vyplácí stabilní dividendu, použijeme model s nulovým růstem. Pro vyjádření vnitřní hodnoty akcie za předpokladu konečné doby držby použijeme tento vztah:

$$V_{0=} \sum_{n=1}^{N} \frac{D_{konst}}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}$$

Rovnice 3-10: DDM s nulovým růstem, konečná doba držby

kde V_0 = vnitřní hodnota akcie, N = počet let držby akcie, k = požadovaná výnosová míra (viz kapitola 3.3.2), P_N = prodejní kurz, D_{konst} = konstantní výše dividendy.

Za předpokladu nekonečné doby držby odebereme z rovnice poslední zlomek představující současnou hodnotu prodejní ceny akcie.

$$V_{0=} \sum_{n=1}^{N} \frac{D_{konst}}{(1+k)^n} = \frac{D_{konst}}{k}$$

Rovnice 3-11: DDM s nulovým růstem, nekonečná doba držby

V tomto případě je N rovno nekonečnu a za vnitřní hodnotu lze považovat konstantní perpetuitu.

U titulů, u kterých roste dividenda po celé sledované období stabilně, použijeme jednostupňový dividendový diskontní model. Ten předpokládá jednu a po celou dobu neměnnou míru růstu. Vztah mezi dividendou běžného roku a dividendami v dalších letech lze zapsat obecně takto:

$$D_n = D_0 * (1+g)^n$$

Rovnice 3-12: Očekávaná dividenda

kde D_n = dividenda v příštím roce, D_0 = dividenda v běžném roce, g = míra růstu dividend, n = počet let držby akcie.

Stejně jako u modelu s nulovým růstem, můžeme i zde odvodit vnitřní hodnotu akcie pro konečnou i nekonečnou dobu držby. Zápis pro konečnou dobu držby vypadá následovně:

$$V_{0=} \sum_{n=1}^{N} \frac{D_0 * (1+g)^n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}$$

Rovnice 3-13: Jednostupňový DDM, konečná doba držby

Při úvaze nekonečné doby držby hovoříme v případě jednostupňového DDM o Gordonově modelu. Ten je založen na předpokladu, že požadovaná výnosová míra je vždy vyšší než míra růstu dividend. Vnitřní hodnota akcie se tímto modelem stanoví následovně:

$$V_{0=} \frac{D_1}{k - g}$$

Rovnice 3-14: Gordonův model

Přestože předpoklady nezbytné pro naplnění Gordonova modelu jsou v praxi obtížně splnitelné, jedná se o analytiky oblíbenou metodu ohodnocení akcie. Model však nelze využít pro hodnocení nadprůměrně růstových společností, tj. společností, u kterých je míra růstu dividend vyšší než požadovaná výnosová míra. Nevýhodou je také jeho citlivost na vstupní data, kdy malá změna v míře růstu způsobí razantní změny ve vnitřní hodnotě. Aplikace výpočtu je rovněž nemožná, pokud společnost nevyplácí v běžném roce dividendu.

Potřebujeme-li použít více měr růstu, budeme pro hodnocení aplikovat vícestupňové modely. Očekáváme-li rychlou, jednorázovou změnu míry růstu, jedná se o skokový vícestupňový model. Ten obvykle pracuje se dvěma mírami růstu, kdy druhá míra se považuje za konečnou. První míra je obvykle vyšší, protože ji představuje období růstu a expanze podniku. Druhá míra odráží stabilitu a je tedy nižší. Historicky nejstarším dividendovým modelem je třístupňový dividendový model. Třístupňový je proto, že rozděluje dobu držby akcie do tří fází – fázi růstu, přechodnou a normální. Míra růstu je nejvyšší v první fázi a v průběhu přechodné fáze postupně klesá, ustálí se a v normální fázi zůstává neměnná. (Veselá 2011, kap. 5)

Vzhledem k tomu, že tyto modely nebudou v praktické části práce využity, protože nejsou pro stanovení vnitřní hodnoty akcie Philip Morris, a. s. vhodné, práce se jimi dále nezabývá.

3.3.4 Ziskové modely

Ziskové modely jsou další metodou respektující časovou hodnotu peněz, které slouží ke stanovení vnitřní hodnoty akcie. Modely pracují s čistým ziskem společnosti, který různým způsobem rozkládají, upravují a poměřují. V této kapitole budeme zabývat ukazateli P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio, které patří mezi nejčastěji používané ukazatele v této skupině modelů.

Nejprve se podíváme ne ukazatel P/E ratio. Ten vyjadřuje poměr ceny akcie a čistého zisku společnosti. Výsledná hodnota udává, kolik Kč je investor ochoten zaplatit za 1 Kč zisku

generovaného společností. Výhodou této metody je její datová nenáročnost a snadný výpočet. Dosáhne-li společnost ve sledovaném období ztráty, je aplikace těchto metod založených na P/E nesmyslná.

Nyní se blíže podíváme na ukazatel normální P/E ratio, který vychází z Gordonova modelu. Bude se v podstatě jednat o shrnutí poznatků, které jsou popsány v kapitole 2.4.5 o ukazatelích kapitálového trhu. Ukazatel normální P/E ratio transformuje rovnici Gordnovona modelu (Rovnice 3-14: Gordonův model) na dvě části. První je část zisku vyplacená akcionářům (Rovnice 2-26: Výplatní poměr) a druhá je zbylá část zisku, která byla zadržená na úrovni společnosti (Rovnice 2-27: Zadržovací poměr). Při této úvaze můžeme vyjádřit dividendu vyplacenou v období t tímto vztahem:

$$D_t = p * E_t$$

Rovnice 3-15: Výše dividendy v roce t

kde D_t = dividenda v roce t, p = konstantní výplatní poměr, E_t = čistý zisk na akcii v roce t.

Po dosazení do Gordonova modelu dojde k jeho transformaci na ziskový model. Víme-li, že vnitřní hodnota akcie je rovna aktuálnímu kurzu správně oceněné akcie, pak vydělením upraveného vzorce Gordonova modelu veličinou očekávaného zisku v příštím roce E_1 získáme finální podobu ukazatele normální P/E ratio:

$$\left(\frac{P}{E}\right)_N = \frac{P_0}{E_1} = \frac{p}{k-g}$$

Rovnice 3-16: Normální P/E ratio

kde E_1 = očekávaný zisk v příštím roce, P_0 = běžná cena správně oceněné akcie (vnitřní hodnota).

Je patrné, že s růstem míry růstu zisku roste i hodnota ukazatele za předpokladu, kdy jsou ostatní faktory konstantní. Růst požadované výnosové míry působí na hodnotu normální P/E ratio negativně. Vliv dividendového výplatního poměru na hodnotu ukazatele je nejednoznačný. V situaci, kdy je rentabilita vlastního kapitálu vyšší než požadovaná výnosová míra, vede rostoucí dividendový výplatní poměr k poklesu ukazatele normální P/E ratio. V opačném případě vede k jeho růstu. Vysvětlení je poměrně snadné. Je-li úroveň rentability

vlastního kapitálu vyšší než úroveň rizika a likvidity (zahrnutých v požadované výnosové míře), způsobí nárůst zadrženého zisku zvýšení vnitřní hodnoty akcie. Vyšší zadržený zisk umožňuje větší zhodnocení vloženého kapitálu.

Abychom mohli určit, zda je akcie nadhodnocená nebo podhodnocená, musíme vyjádřit její vnitřní hodnotu absolutně. Toho dosáhneme tímto výpočtem:

$$V_0 = \left(\frac{P}{E}\right)_N * E_1$$

Rovnice 3-17: Vnitřní hodnota akcie z ukazatele normální P/E ratio

Dalším využívaným ukazatelem je Sharpovo P/E ratio. To se liší od normálního tím, že nedochází k dělení obou stran rovnice očekávaným ziskem E_1, ale veličinou běžného zisku E_0. Matematicky lze Sharpovo P/E ratio zapsat takto:

$$\frac{V_0}{E_0} = \frac{p(1+g)}{k-g}$$

Rovnice 3-18: Sharpovo P/E ratio

Zjištění, zda je jedná o podhodnocenou nebo nadhodnocenou akcii, provedeme srovnáním Sharpova P/E ratia s běžným P/E ratio. Pokud je hodnota Sharpova P/E ratia vyšší, než hodnota běžného P/E ratia, je akcie podhodnocená a naopak.

Běžné P/E ratio vypočítáme poměrem aktuálního kurzu akcie a posledního zveřejněného zisku společnosti. Tento výpočet představuje prvotní informaci pro investora o atraktivnosti akcie. Tato informace bývá často uváděna přímo v kurzovním lístku. (Veselá 2003, kap. 4)

Dalším oblíbeným ukazatelem ze skupiny ziskových modelů je P/BV ratio. Jedná se o kurz akcie vztažený vůči účetní hodnotě společnosti, tj. vlastnímu kapitálu. Stejně jako normální P/E ratio vychází původně z Gordonova modelu. Hodnotu ukazatele vyjádříme rovnou bez detailnějšího rozboru jeho úpravy.

$$\frac{P_0}{BV} = \frac{ROE * p * (1+g)}{k-g}$$

Rovnice 3-19: P/BV ratio

kde P_0 = aktuální kurz správně oceněné akcie, BV_1 = očekávaná hodnota vlastního kapitálu.

Pro zjištění, zda se jedná o podhodnocenou nebo nadhodnocenou akcii, postupujeme úplně stejně jako u Sharpova P/E ratia. Tento postup však není jediný, jak zjistit, že se jedná o špatně oceněnou akcii. Je-li hodnota ukazatele ROE vysoká a zároveň je hodnota P/BV ratio nízká, je to signál, kdy má akcie vysoký rizikově přizpůsobený výnos a nízkou cenu. To je typické pro podhodnocené akcie. Naopak nízká hodnota ROE a vysoká hodnota P/E ratia značí nadhodnocenou akcii. Výhodou tohoto ukazatele je, že jej lze využít i když firma nevyplácí dividendy nebo dosáhla ve sledovaném období ztráty. Nevýhodnou zde zůstává omezení hodnoty vlastního kapitálu ve jmenovali. Ten je velmi citlivý na účetní metody, jejichž změny mohou ovlivnit přes ukazatel P/BV ratio investiční doporučení. Velké oblibě se dostává této metodě při hodnocení bank, protože mají poměrně stabilní vlastní jmění. (Veselá 2003, kap. 5)

Potřebuje-li analytik ohodnotit firmu, která má finanční problémy a dosahuje nízkého zisku, může využít metodu P/S ratio. Na rozdíl od ukazatelů P/E a P/BV ratio není P/S ratio tolik ovlivněn účetními metodami používanými ve firmě. Stejně jako u předchozích ukazatelů je východiskem Gordonův model.

$$\frac{P_0}{S} = \frac{M_0 * p * (1 + g)}{k - g}$$

Rovnice 3-20: P/S ratio

kde M_0 = běžná zisková marže.

Běžná zisková marže je definovaná jako poměr mezi čistým ziskem a tržbami. Hodnota ziskové marže ovlivňuje hodnotu ukazatele dvojím způsobem. Růst ziskové marže zapříčiní růst hodnoty ukazatele P/S ratio. Nepřímo na něj působí také přes míru růstu zisku. Hodnocení akcií na základě tohoto ukazatele probíhá analogicky jako u ukazatele P/BV jen s tím rozdílem, že místo ROE porovnáváme ziskovou marži. (Veselá 2003, kap. 6)

3.3.5 Cashflow modely

Dividendové diskontní modely a ziskové modely ve své podstatě stanovují vnitřní hodnotu akcie pouze na základě budoucích příjmů, upravených na současnou hodnotu, které plynou investorovi. Neberou v potaz peněžní prostředky, které zůstávají ve společnosti. Vnitřní hodnotu vyjadřují tedy více méně omezeně. Má-li analytik zájem stanovit stanovit vnitřní hodnotu akcie z poněkud širšího úhlu pohledu, pravděpodobně k tomu použije některý

z cashflow modelů. Ty berou v úvahu i volné peněžní prostředky, které ve společnosti zůstávají po uhrazení jejích obligatorních závazků a výplatě dividend.

Model FCFE (Free Cash-Flow to Equity), neboli model volných peněžních toků do vlastního kapitálu stanovuje vnitřní hodnotu akcie na základě volných peněžních toků, které zůstanou ve společnosti z čistého zisku po úhradě všech nákladů. Veličinu FCFE vypočítáme podle následujícího vztahu:

$$FCFE = \text{Čistý zisk } + odpis - \text{investiční výdaje} - \text{změna pracovního kapitálu} - \text{splátky dluhů} + \text{nové emise dluhových instrumentů}$$

Rovnice 3-21: FCFE

Vypočtená hodnota představuje peněžní prostředky, o kterých se bude rozhodovat z hlediska jejich dalšího použití ve společnosti. Mohou být vyplaceny na dividendách nebo použity k rozvoji firmy. Pokud firma vyplácí vyšší dividendy, než je její FCFE, znamená to, že se musí zadlužovat. Obvykle také platí, že se veličina FCFE nepočítá na úrovni celkového čistého zisku, ale na úrovni čistého zisku z provozní činnosti.

Stanovení vnitřní hodnoty na základě FCFE je obdobné dividendovým diskontním modelům a matematicky jej lze zapsat takto:

$$V_0 = \frac{FCFE_0 * (1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}}$$

Rovnice 3-22: Vnitřní hodnota akcie vycházející z FCFE

kde V_0 = vnitřní hodnota akcie, $FCFE_0$ = hodnota veličiny FCFE v běžném roce, g_{FCFE} = míra růstu veličiny FCFE, k = požadovaná výnosová míra.

Tento model je výhodné použít u stabilních firem vykazujících míru růstu veličiny FCFE zhruba stejnou jako je míra růstu ekonomiky. Dále by firma neměla vykazovat příliš vysoké investiční výdaje v poměru k odpisům. V neposlední řadě se také předpokládá průměrné systematické riziko.

Dividendové diskontní modely a model FCFE by měly vést ke stejnému výsledku, pokud firma vyplácí veličinu FCFE na dividendách. V opačném případě se budou výsledky nejspíše rozcházet. Nízké dividendy mohou vést ke zlepšení ukazatelů zadluženosti, ale zároveň také

ke snížení rentability a vnitřní hodnoty akcie. Vysoké dividendy na druhé straně zakládají požadavek na získávání cizího kapitálu pro další rozvoj společnosti. Analytik by měl být schopen rozeznat, co je příčinou velkého rozdílu mezi FCFE a velikostí vyplacených dividend. Jsou-li nevyplacené prostředky použity na investiční projekty, jejichž čistá současná hodnota je větší než 0, tj. takové projekty, které přinášejí firmě prospěch, představuje model FCFE přesnější metodu ohodnocení akcie než dividendové modely.

Na model FCFE navazuje model volných peněžních toků do firmy FCFF (Free Cash-Flow to Firm). Ten vychází z volných peněžních prostředků akcionářů ještě před úhradou a získáním cizích zdrojů. Hodnotu FCFF lze vypočítat dvěma způsoby. První vyjadřuje následující rovnice:

$$FCFF = FCFE + placené\ úroky * (1 - daňová\ sazba) + splátky\ dluhů \\ - nové\ emise\ dluhových\ instrumentů \\ + dividendy\ vyplacené\ z\ prioritních\ akcií$$

Rovnice 3-23: FCFF 1. postup

Alternativní postup lze zapsat takto:

$$FCFF = EBIT * (1 - daňová\ sazba) + odpisy - investiční\ výdaje \\ - změna\ pracovního\ kapitálu$$

Rovnice 3-24: FCFF 2. postup

Aplikace modelu FCFF je vhodná pro stabilní firmy nacházející se ve 3. fázi životního cyklu. Vhodná je také aplikace pro firmy z regulovaného odvětví, monopolního odvětví nebo pro firmy, které mají neutrální vztah k hospodářskému cyklu. Vnitřní hodnotu akcie takových firem můžeme vyjádřit matematicky tímto zápisem:

$$V_0 = \frac{FCFF_0 * (1 + g_{FCFF})}{WACC - g_{FCFF}}$$

Rovnice 3-25: Vnitřní hodnota akcie vycházející z FCFF

kde V_0 = vnitřní hodnota akcie, $FCFF_0$ = hodnota veličiny FCFE v běžném roce, g_{FCFF} = míra růstu veličiny FCFF, WACC = průměrné vážené náklady kapitálu.

Oproti modelu FCFE máme nyní ve jmenovali místo požadované výnosové míry průměrné vážené náklady kapitálu. Tento model je tedy vhodný zejména pro firmy pracující s velkou úrovní zadluženosti. (Veselá 2003, kap. 7)

4 Philip Morris, a.s.

Philip Morris ČR, a. s. je součástí skupiny Philip Morris International Inc. a je největším výrobcem a distributorem tabákových výrobků. V posledních letech se také zabývá distribucí bezdýmných zařízení HEETS, IQOS a souvisejícího příslušenství. Philip Morris ČR, a. s. je se svými 99 % majoritním vlastníkem dceřiné společnosti Philip Morris Slovakia, s. r. o. Společnost Philip Morris ČR, a. s. je kotovaná na Burze cenných papírů Praha a v České republice zaměstnává více než 1000 lidí. (Philip Morris ČR 2018)

Obrázek 2: Logo

V obchodním rejstříku jsou ke dni 31.3.2019 platné tyto informace:

Obchodní firma:	Philip Morris ČR a.s.
Sídlo:	Kutná Hora, Vítězná 1, PSČ 28403
Identifikační číslo:	14803534
Datum vzniku a zápisu:	28. března 1991
Spisová značka:	B 627 vedená u Městského soudu v Praze
Předmět podnikání:	zpracování tabáku a výroba tabákových výrobků
	výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Základní kapitál:	2 745 386 000,- Kč

4.1 Finanční analýza

Aby se investor mohl rozhodnout, zda je pro něj akcie Firmy zajímavá, budou jeho první kroky směřovat k analýze rentability. V této části práce zjistíme, jaký zisk Firma v jednotlivých letech má. Podíváme se na zdroje, které využívala a také na to, jak efektivně bylo s těmito zdroji nakládáno.

Není-li uvedeno jinak, vychází všechny vstupní hodnoty z výročních zpráv společnosti Philip Morris ČR, a. s., které jsou dostupné na webových stránkách společnosti. Všechny odkazy jsou uvedené ve zdrojích této práce.

4.1.1 Rentabilita

Pro analýzu rentability budeme pracovat s údaji z tabulky dole, která konsoliduje všechny potřebné údaje z výkazu finanční pozice a z výkazu úplného výsledku.

Vstup	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva	12 450	15 054	15 570	15 557	15 956
EAT	2 255	2 570	2 767	3 484	3 836
EBT	2 821	3 203	3 464	4 331	4 800
EBIT	2 825	3 205	3 473	4 342	4 818
Úrokové náklady	4	2	9	11	18
SDzP (%)	19	19	19	19	9
VK	7 811	7 956	8 194	8 921	9 797
Tržby	14 049	10 866	11 453	12 200	14 082

Tabulka 4-1: Zdroje pro analýzu rentability (mil. Kč)

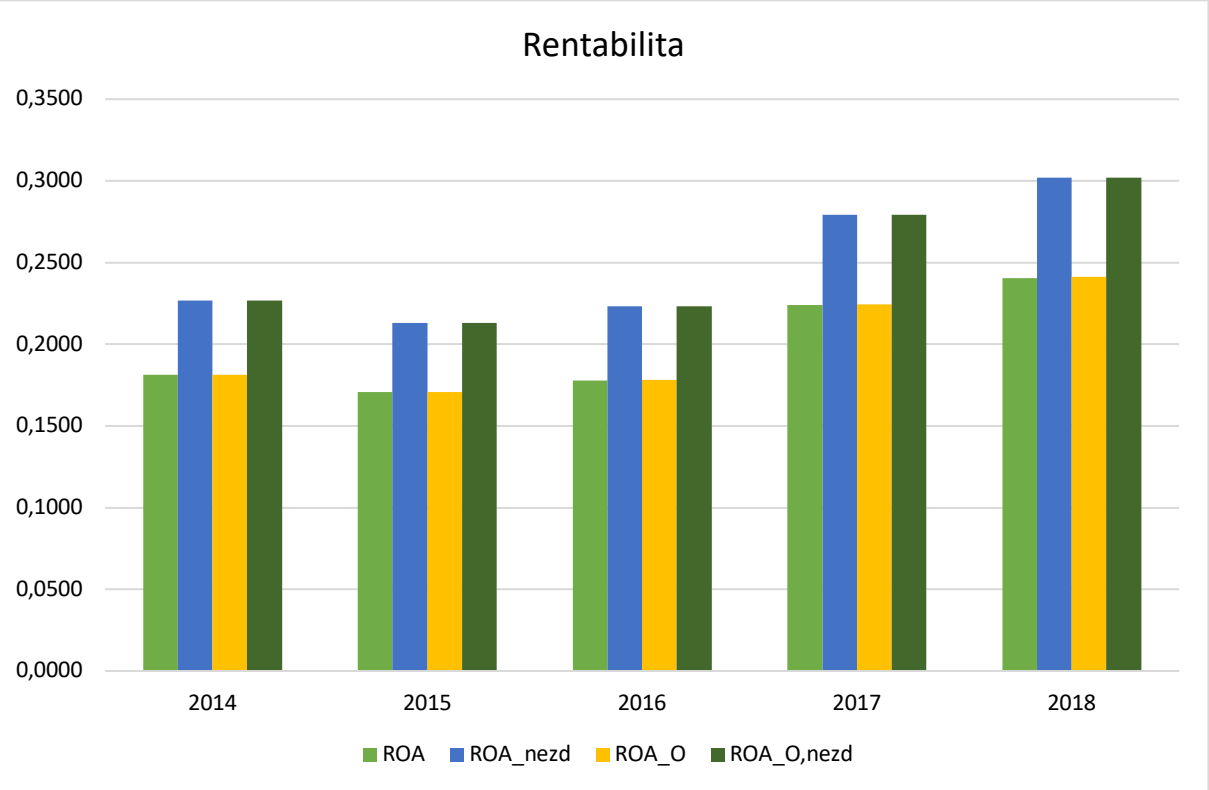
Nyní se zaměříme na analýzu rentability celkového kapitálu. Po dosazení proměnných do Rovnice 2-1, Rovnice 2-2, Rovnice 2-3 a Rovnice 2-4 získáme pro sledované roky tyto informace o rentabilitě celkového kapitálu:

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	0,1811	0,1707	0,1777	0,2240	0,2404
ROA_{nezd}	0,2269	0,2129	0,2231	0,2791	0,3020
ROA_{O}	0,1814	0,1708	0,1782	0,2245	0,2413
$ROA_{O,nezd}$	0,2269	0,2129	0,2231	0,2791	0,3020

Tabulka 4-2: Analýza rentability aktiv

Ze vstupních údajů je vidět, že Firma generuje ve sledovaném období meziročně rostoucí zisk. Současně při téměř stabilní výši aktiv se toto zároveň pozitivně odráží na rentabilitě celkových aktiv. Rentabilita aktiv v čisté podnikové podobě je díky velmi nízkým úrokovým nákladům

téměř shodná s rentabilitou aktiv v čisté obecné podobě. Rozdíl mezi ukazateli v čisté podobě a ukazateli v hrubé podobě je tedy způsoben pouze zdaněním a nikoli úroky. Přehledný vývoj zachycuje Graf 1: Výsledky ukazatelů rentability. Snížení rentability o 1 procentní bod v roce 2015 má za následek především nárůst celkových aktiv. V roce 2015 Firma pořídila dopravní prostředky, stroje a zařízení, jejichž zůstatková cena ke konci roku činila zhruba 500 mil. Kč. Zbylá část přírůstku aktiv je tvořena nárůstem peněžních prostředků a jejich ekvivalentů. Pokles tržeb v roce 2015 o 22 % je způsoben změnou provozního modelu ve výrobě. Firma za účelem zvýšení konkurenceschopnosti začala od počátku roku 2015 působit jako poskytovatel výrobních služeb. To znamená, že za výrobní službu platí odběratel poplatek, Firma již nevlastní materiály pro výrobu a zároveň nevykazuje exportní prodeje. Avšak díky pozitivnímu vývoji cen a objemu prodávaného množství dokázala Firma vygenerovat o 13 % vyšší zisk než v roce 2014. Obdobně lze interpretovat i situaci v následujících letech.



Graf 1: Výsledky ukazatelů rentability

Rentabilitu aktiv nyní rozložíme na ziskovost tržeb a obratovost kapitálu. Tím zjistíme, který z faktorů na rentabilitu působí nejvíce.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
EAT/Tržby	0,1605	0,2365	0,2416	0,2856	0,2724
Tržby/Aktiva	1,1284	0,7218	0,7356	0,7842	0,8826

Tabulka 4-3: Rozklad ROA

Z tabulky je patrné, že ziskovost tržeb v průběhu sledovaného období roste. Firma postupně generuje ze svých tržeb více čistého zisku. Pro akcionáře je to pozitivní informace, protože s rostoucím ziskem může dojít k výplatě vyšších dividend nebo reinvesticím, které budou generovat budoucí příjmy, což by vedlo k růstu ceny akcie. Kolísavost ukazatele obratovosti kapitálu je způsobena především kolísavostí tržeb. Výjimkou je rok 2014, kde jsou tržby srovnatelné s rokem 2018, avšak v roce 2014 firma držela o poznání méně finančních prostředků a jejich ekvivalentů.

Nyní se podíváme, jak se firmě daří zhodnocovat vlastní kapitál. Dosazením vstupních hodnot do Rovnice 2-5 a Rovnice 2-7 získáme níže uvedené informace o rentabilitě vlastního kapitálu.

Ukazatel/ROK	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	0,2887	0,3230	0,3377	0,3905	0,3915
EAT/Tržby	0,1605	0,2365	0,2416	0,2856	0,2724
Tržby/Aktiva	1,1284	0,7218	0,7356	0,7842	0,8826
Aktiva/VK	1,5939	1,8922	1,9002	1,7439	1,6287

Tabulka 4-4: Analýza rentability vlastního kapitálu

Z výsledků lze opět vypozorovat rostoucí trend rentability vlastního kapitálu. Ukazatelé ziskovost tržeb a obratovost aktiv byly popsány v rámci rentability celkových aktiv. Nyní se blíže podíváme na finanční páku. Největší část cizích zdrojů Firmy tvoří položka „Ostatní daňové závazky“ a dále „Obchodní a ostatní finanční závazky“. Dlouhodobé cizí zdroje jsou zanedbatelné. Abychom byli schopni říci, zda cizí zdroje přináší podniku dodatečný zisk, musíme vypočítat ziskový účinek finanční páky podle Rovnice 2-8.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Ziskový účinek FP	1,5916	1,8910	1,8952	1,7394	1,6226
EBT/EBIT	0,9986	0,9994	0,9974	0,9975	0,9963
Aktiva/VK	1,5939	1,8922	1,9002	1,7439	1,6287

Tabulka 4-5: Ziskový účinek finanční páky

Výpočtem se potvrdilo, že využití cizího kapitálu je pro podnik výhodné. Od roku 2015 má však ziskový účinek finanční páky klesající tendenci. To je způsobeno stabilní bilanční sumou

a rostoucím podílem vlastního kapitálu. Hodnoty ukazatele úrokové redukce opět poukazují na velmi nízké nákladové úroky.

4.1.2 Aktivita

Nyní již máme povědomí o tom, jak se Firmě daří zhodnocovat kapitál. V této kapitole se zaměříme na to, jaké prostředky Firma využívá a jak efektivně s nimi hospodaří. Stejně jako v předchozí kapitole nejprve konsolidujeme všechny potřebné finanční údaje do přehledné tabulky.

Vstup	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva	12 450	15 054	15 570	15 557	15 956
Dlouhodobá aktiva	3 234	3 915	4 394	4 415	4 324
Tržby	14 049	10 866	11 453	12 200	14 082
Zásoby	328	423	343	630	1 125
Náklady	9 275	5 740	6 006	6 092	6 079
Závazky	920	1 756	1 846	1 434	1 089
Pohledávky	2 716	399	435	835	2 110
Pracovní kapitál	4 743	4 223	3 973	4 711	5 703

Tabulka 4-6: Zdroje pro analýzu aktivity (mil. Kč)

Hodnoty vstupu Náklady by správně měly představovat náklady na pořízení zásob. Vzhledem k nedostupnosti takového detailu dat ve výkazech společnosti je použita položka Náklady na prodané výrobky a zboží. Závazky a Pohledávky představují obchodní a ostatní finanční závazky, resp. pohledávky.

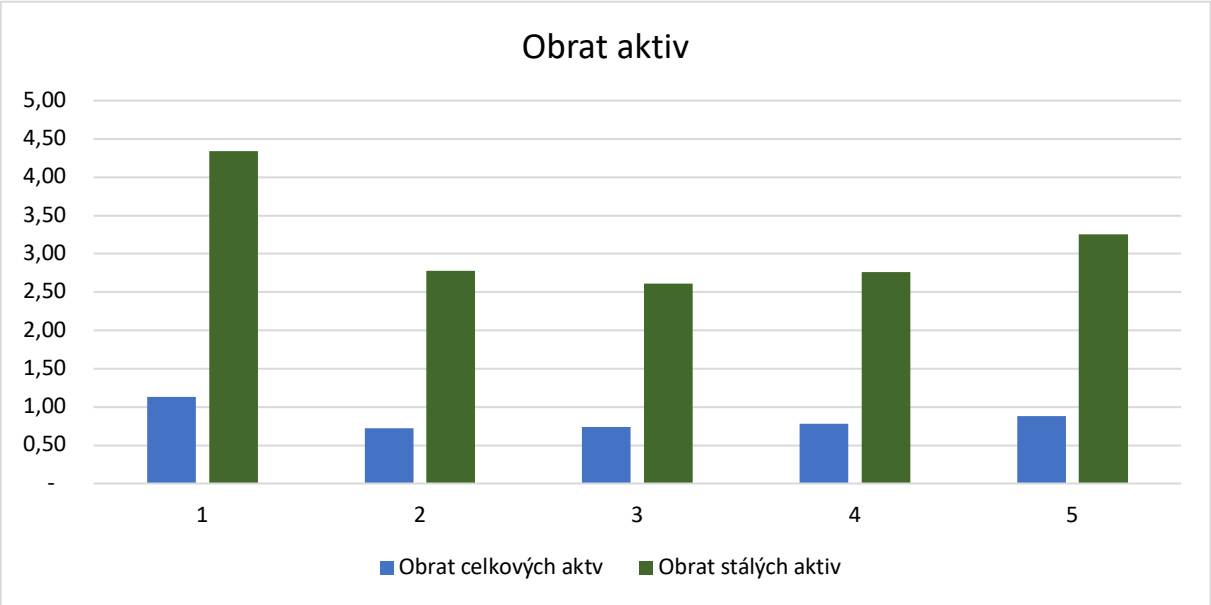
Nejprve se podíváme na produkční efektivnost Firmy. Dosazením vstupních hodnot do Rovnice 2-9, Rovnice 2-10 a Rovnice 2-11 dostaneme pro jednotlivé roky tyto výsledky:

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Vázanost celkových aktiv	0,89	1,39	1,36	1,28	1,13
Obrat celkových aktiv	1,13	0,72	0,74	0,78	0,88
Doba obratu celkových aktiv	323,46	505,68	496,21	465,43	413,57
Vázanost stálých aktiv	0,23	0,36	0,38	0,36	0,31
Obrat stálých aktiv	4,34	2,78	2,61	2,76	3,26

Tabulka 4-7: Vázanost celkových aktiv a doba obratu

Ze získaných údajů je patrná značná volatilita ve vázanosti celkových aktiv. Ta je způsobena kolísavostí hodnot krátkodobých aktiv. Meziroční rozdíly jsou značné především v položkách Obchodní a ostatní finanční pohledávky, zásoby a nemálo také ve stavu peněžních prostředků

a ekvivalentů. Z toho důvodu je vhodné vypočítat také vázanost stálých aktiv. Ta je oproti vázanosti celkových aktiv podstatně stabilnější a vykazuje nízkou úroveň. Z toho vyplývá, že Firma ve sledovaném období dosahuje velmi dobré a stabilní produkční efektivnosti a nepotřebuje svoji činnost financovat dodatečnými finančními zdroji. Pozitivní jsou také hodnoty ukazatele obratu stálých aktiv. Hodnoty obratu aktiv také přehledně zachycuje Graf 2.



Graf 2: Obrat celkových a stálých aktiv

Z oblasti krátkodobých aktiv se krátce zaměříme na analýzu zásob, pohledávek a závazků. Zásoby Firmy jsou tvořeny položkami materiál, výrobky a zboží, které tvoří jejich majoritní část. V následující tabulce je zachycen obrat zásob vypočítaný pomocí Rovnice 2-12 a jeho modifikace vyjádřené vztahem Rovnice 2-13.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Obrat zásob (2-12)	42,83	25,69	33,39	19,37	12,52
Obrat zásob (2-13)	28,28	13,57	17,51	9,67	5,40
Doba obratu zásob	12,91	26,90	20,84	37,75	67,55

Tabulka 4-8: Obrat zásob

Obrat zásob vycházející z Rovnice 2-12 má v čitateli použity tržby. Tento ukazatel tak reflektuje aktuální tržní podmínky, což je v rozporu s oceňováním zásob. Firma oceňuje zásoby v pořizovacích cenách, nebo v čisté realizovatelné hodnotě, je-li nižší. Materiál, který představuje zejména náhradní díly, je oceněn průměrnou cenou. Způsoby ocenění jsou reprezentovány historickými cenami. Pro vyrovnání časového nesouladu je hodnota obratu

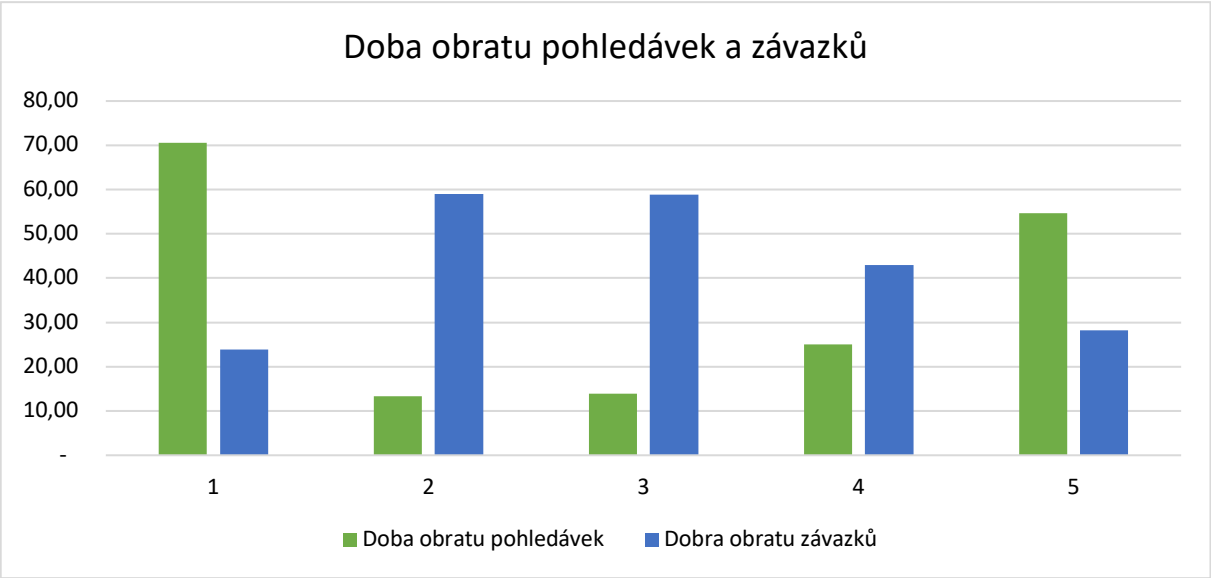
zásob vypočtena také s využitím nákladů na prodané výrobky a zboží, které jsou též reprezentovány historickou cenou, která se při prodeji stává součástí tržeb. Pokud bychom k nákladům na prodané výrobky a zboží přičetli hodnotu ostatních nefinančních aktiv, přiblížili bychom se více k hodnotě ukazatele kalkulujícího s tržbami. Položka ostatní nefinanční aktiva představuje spotřební daň v hodnotě kolku, která se dle účetní metodiky Firmy stává součástí pohledávky v okamžiku prodeje. Tato položka tak není zahrnována do ocenění zásob a do nákladů na prodané výrobky a zboží. Vypovídací schopnost těchto ukazatelů je také omezena konečným stavem zásob za sledované období. Pravděpodobně lepších výsledků by bylo dosaženo s použitím průměrné velikosti zásob za rok. Kvůli nedostupnosti těchto dat však nebylo možné průměrnou hodnotu stanovit. Meziročně rostoucí konečný stav zásob také způsobuje růst doby obratu zásob. Růst tohoto ukazatele může být také způsoben zpomalením prodeje v segmentu cigaret.

Pro investora je však důležitější zaměřit se na analýzu pohledávek a závazků, resp. obchodního deficitu. Ta může napovědět, jestli se firma neblíží do nějakého problému. Informace o platební morálce odběratelů i samotné Firmy získáme dosazením vstupních hodnot do Rovnice 2-14 a Rovnice 2-15.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Doba obratu pohledávek	70,56	13,40	13,86	24,98	54,69
Doba obratu závazků	23,90	58,99	58,83	42,90	28,23
Obchodní deficit	46,66	- 45,58	- 44,97	- 17,92	26,46

Tabulka 4-9: Analýza pohledávek a závazků

Firma vykazuje pohledávky v reálné hodnotě a následně je upravuje o opravné položky, je-li k tomu důvod. Pohledávky vůči spřízněným stranám nejsou o opravné položky upravovány. Vysoká hodnota doby obratu pohledávek v roce 2014 je způsobena velkým podílem pohledávek za ostatními společnostmi skupiny Philip Morris. Tyto pohledávky byly během roku 2015 uhrazeny, a proto došlo k poklesu doby obratu pohledávek. Opětovný nárůst je vidět v roce 2018, kdy došlo k vykázání pohledávky za členem skupiny. Obecně lze konstatovat, že Firma obchoduje s partnery s dobrou platební disciplínou.



Graf 3: Doba obratu pohledávek a závazků

Obdobnou roli jako pohledávky za členy skupiny v letech 2014 a 2018 hrají závazky v letech 2015 až 2017. Mezi lety 2014 a 2015 došlo k nárůstu závazků vůči spřízněným stranám o téměř pětinásobek. To se samozřejmě odrazilo v hodnotě ukazatele doba obratu závazků. Grafické porovnání obou ukazatelů zachycuje Graf 3. Zajímavé jsou také hodnoty ukazatele obchodního deficitu. Ten v tomto případě reflektuje vzájemné vztahy ve skupině, kdy v letech 2014 a 2018 Firma jakoby poskytuje úvěr jiné společnosti ve skupině a v ostatních letech právě naopak.

Pro zajímavost si zkusíme vypočítat hodnoty těchto ukazatelů po eliminaci těchto vzájemných pohledávek a závazků. Výsledky jsou zachyceny v následující tabulce.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Doba obratu pohledávek	27,62	12,90	12,97	18,49	35,98
Dobra obratu závazků	19,59	31,64	31,39	29,08	24,68
Obchodní deficit	8,03	- 18,74	- 18,42	- 10,59	11,30

Tabulka 4-10: Analýza pohledávek a závazků po eliminaci vzájemných pohledávek a závazků

Z tabulky je patrný pokles hodnot ukazatelů v letech, kdy se v rozvaze vyskytují vzájemné pohledávky a závazky. O obchodním deficitu nyní můžeme říci, že v letech 2014 a 2018 firma poskytuje úvěr svým odběratelům, protože jim umožňuje hradit jejich závazky později. V období 2015 až 2017 je tomu přesně naopak.

4.1.3 Likvidita

V následující kapitole se podíváme, jak si Firma v stojí v oblasti likvidity. V prvé řadě opět vypíšeme všechny potřebné proměnné z rozvahy.

Vstup	2014	2015	2016	2017	2018
Krátkodobá aktiva	9 216	11 139	11 176	11 142	11 632
Krátkodobá pasiva	4 473	6 916	7 203	6 431	5 929
Zásoby	328	423	343	630	1 125
KFM	4 524	7 470	8 164	7 312	5 570
Peněžní prostředky	4 524	7 470	8 164	7 312	5 570

Tabulka 4-11: Zdroje pro analýzu likvidity (mil. Kč)

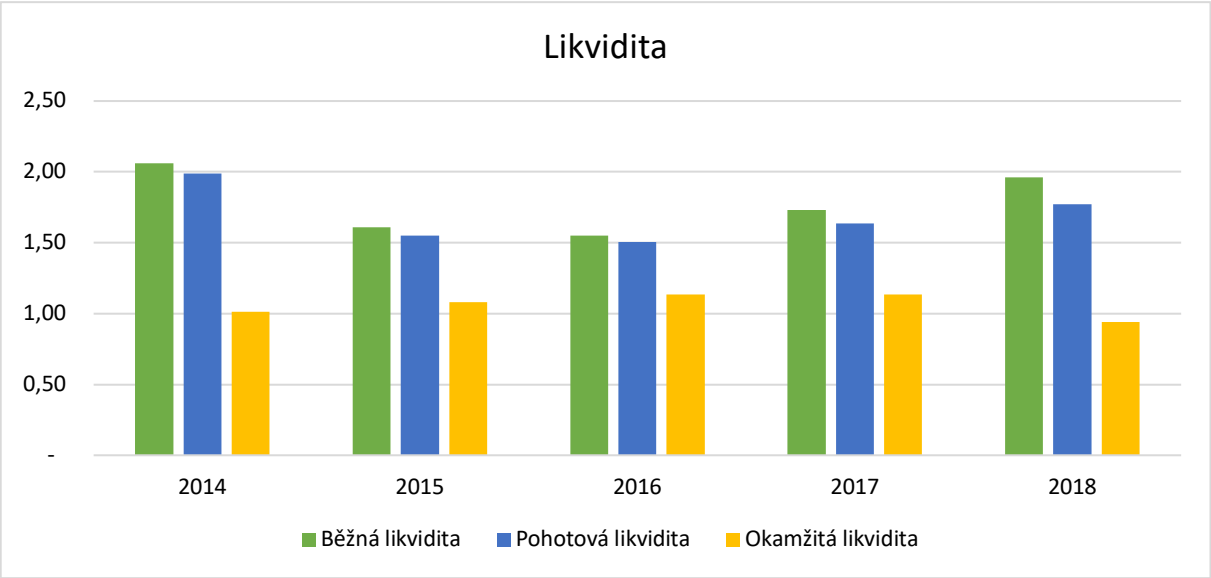
Nejvýznamnějšími položkami v krátkodobých aktivech Firmy jsou ostatní nefinanční aktiva a peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty. Položka ostatní nefinanční aktiva představuje spotřební daň obsaženou v hodnotě nakoupených kolků. Krátkodobá pasiva jsou tvořena primárně z ostatních daňových závazků a obchodních a ostatních finančních závazků. Firma ve sledovaném období nedrží krátkodobé cenné papíry a podíly, a proto je hodnota krátkodobého finančního majetku totožná s hodnotou peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů.

Dosazením vstupních hodnot do Rovnice 2-17, Rovnice 2-18, Rovnice 2-19 a Rovnice 2-20 získáme níže uvedené informace o likviditě.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	2,06	1,61	1,55	1,73	1,96
Pohotová likvidita	1,99	1,55	1,50	1,63	1,77
Okamžitá likvidita	1,01	1,08	1,13	1,14	0,94
Peněžní likvidita	1,01	1,08	1,13	1,14	0,94

Tabulka 4-12: Analýza likvidity

Při pohledu na hodnoty ukazatele běžné likvidity můžeme konstatovat, že Firma je řízena průměrnou strategií likvidity. To znamená, že podnik drží ideální poměr mezi krátkodobými a dlouhodobými aktivy. Po vyloučení zásob jsme získali hodnoty pohotové likvidity, která je v tomto případě řízena mírně konzervativně. Kromě roku 2018 je Firma vždy schopna pokrýt hodnotu všech krátkodobých pasiv pouze finančními prostředky. Vývoj hodnot jednotlivých forem likvidity je zachycen na následujícím grafu.



Graf 4: Likvidita

Doposud jsme se zabývali likviditou v jejím relativním vyjádření. Absolutně ji lze vyjádřit formou pracovního kapitálu, který představuje rozdíl mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými pasivy. Výši pracovního kapitálu pro sledované roky zachycuje následující tabulka:

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Pracovní kapitál	4 743	4 223	3 973	4 711	5 703

Tabulka 4-13: Pracovní kapitál (mil. Kč)

Kladné hodnoty pracovního kapitálu říkají, že část krátkodobých aktiv Firmy je kryta dlouhodobými zdroji. Spolu s výbornými hodnotami nejen peněžní likvidity je jasné, že v případě potíží, kdy by byla Firma nucena splatit všechny své závazky, by nebyl ohrožen její chod.

4.1.4 Finanční stabilita

V analýze rentability popsané v kapitole 4.1.1 jsme zjistili, že Firma využívá finanční páku, která jí generuje dodatečný zisk. Také bylo zjištěno, že ziskový účinek finanční páky postupně klesá. V této podkapitole se zaměříme na finanční stabilitu, abychom zjistili, jaké riziko by investor nákupem akcií podstupoval. Vycházet budeme z údajů zachycených v následující tabulce.

Vstup	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva	12 450	15 054	15 570	15 557	15 956
Dluhy	4 639	7 098	7 376	6 636	6 159
EBIT	2 825	3 205	3 473	4 342	4 818
Úroky	4	2	9	11	18
VK	7 811	7 956	8 194	8 921	9 797

Tabulka 4-14: Zdroje pro analýzu finanční stability (mil. Kč)

Položka dluhy v sobě zahrnuje krátkodobé a dlouhodobé závazky. Nejvýznamnější položky krátkodobých pasiv byly pospány v kapitolách výše. Připomeňme, že zahrnují především ostatní daňové závazky, obchodní a ostatní finanční závazky. Ostatní položky krátkodobých zdrojů včetně přijatých půjček tvoří minoritní část. Z dlouhodobých závazků Firma eviduje pouze odložený daňový závazek vznikající z titulu přechodných rozdílů mezi daňovou a účetní hodnotou aktiv a závazků. Nyní vypočítáme hodnoty sledovaných ukazatelů dosazením vstupních hodnot do Rovnice 2-22, Rovnice 2-23 a Rovnice 2-24.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Věřitelské riziko	0,3726	0,4715	0,4737	0,4266	0,3860
Celkové riziko	0,5939	0,8922	0,9002	0,7439	0,6287
Úrokové krytí	706,2500	1602,5000	385,8889	394,7273	267,6667

Tabulka 4-15: Analýza finanční stability

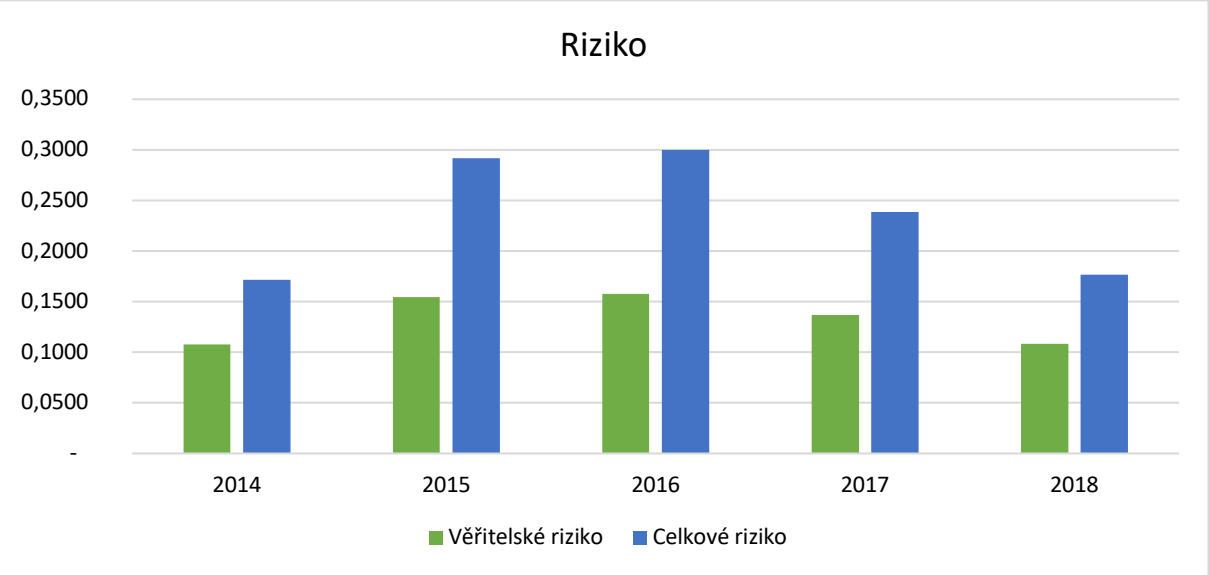
Ukazatel věřitelského rizika dosahuje výrazně vyšších hodnot, než je rentabilita vlastního kapitálu (viz. Tabulka 4-4). Velký podíl na tom má právě položka ostatní daňové závazky, která je však typická pro předmět podnikání Firmy. V rámci analýzy likvidity jsme dospěli k názoru, že Firma je okamžitě schopna uhradit celkovou sumu svých krátkodobých závazků. Proto si nyní můžeme dovolit tyto daňové závazky z výpočtu eliminovat a ukazatel věřitelského rizika modifikovat. Ostatní nefinanční aktiva představující kolky, se kterými se daňový závazek pojí, z výpočtu eliminovat nebudeme. Důvodem je, že hodnota těchto kolků vstupuje do tržeb v době prodeje a při výpočtu rentability taktéž nebyly eliminovány. Obdobnou úpravu můžeme udělat i pro celkové riziko. Tím získáme tyto výsledky:

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Věřitelské riziko	0,1076	0,1543	0,1577	0,1367	0,1086
Celkové riziko	0,1716	0,2920	0,2997	0,2384	0,1769

Tabulka 4-16: Analýza finanční stability – modifikace

Nyní jsme výrazně snížili variabilitu obou ukazatelů. Oba ukazatele dosahují nižších hodnot, než je rentabilita vlastního kapitálu. Velmi vysoké hodnoty ukazatele úrokového krytí opět

poukazují na nízké nákladové úroky. Vývoj modifikovaného věřitelského rizika ve sledovaném období prezentuje Graf 5.



Graf 5: Riziko

4.1.5 Kapitálový trh

S ukazateli kapitálového trhu se již pomalu blížíme k fundamentální analýze. V této podkapitole si vypočítáme základní ukazatele. Z některými z nich budeme dále kalkulovat v rámci modelů fundamentální analýzy. Nejprve si opět uděláme přehled vstupních údajů, se kterými budeme dále počítat.

Vstup	2014	2015	2016	2017	2018
Cena akcie (Kč)	10 820	12 000	13 096	16 403	14 080
Počet akcií	2 745 386	2 745 386	2 745 386	2 745 386	2 745 386
Dividenda (Kč)	880	920	1 000	1 080	1 600
EAT (mil. Kč)	2 255	2 570	2 767	3 484	3 836

Tabulka 4-17: Zdroje pro analýzu kapitálového trhu

Cena akcie ve vstupních datech je zavírací cena ke konci roku. Dividenda je zařazena do roku, za jehož účetní období je stanovena, nikoli vyplacena. Nyní si vypočítáme tržní hodnotu Firmy v jednotlivých letech, výplatní a zadržovací poměr a výši dividendového výnosu. Výsledky ukazatelů získáme dosazením vstupních dat do Rovnice 2-25, Rovnice 2-26, Rovnice 2-27 a Rovnice 2-28.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Tržní hodnota firmy (mil. Kč)	29 705	32 945	35 954	45 033	38 655
Výplatní poměr	1,0714	0,9828	0,9922	0,8510	1,1451
Zadržovací poměr	- 0,0714	0,0172	0,0078	0,1490	- 0,1451
Dividendový výnos	0,0813	0,0767	0,0764	0,0658	0,1136

Tabulka 4-18: Analýza kapitálového trhu

Zajímavých hodnot dosahuje ukazatel výplatního poměru. Firma vyplácí každoročně téměř celý zisk svým akcionářům. V letech 2014 a 2018 vyplatila dokonce i část nerozděleného zisku z minulých let. Vysoký výplatní poměr je jistě pro investora velmi lákavý, protože dokáže zajistit rychlou návratnost kupní ceny akcie v podobě dividend. S vysokým výplatním poměrem se také pojí dividendový výnos, který je ve zmíněných letech o několik procentních bodů vyšší než v letech 2015 až 2017. Ovšem i v tomto období představuje zhruba 7% dividendový výnos velmi zajímavou návratnost investice.

4.2 Fundamentální analýza

Z předchozích kapitol máme povědomí o tom, jak se Firmě daří po finanční stránce. V této kapitole využijeme některé již získané poznatky obohacené o další nové údaje k tomu, abychom stanovili správnou cenu akcie – její vnitřní hodnotu. Ze všeho nejdříve se ale podíváme na vztahy mezi akciovými kurzy a vývojem ekonomiky a také na specifika odvětví, ve kterém Philip Morris, a. s. působí.

4.2.1 Globální analýza

V této kapitole se v krátkosti podíváme na vztah mezi akciovým kurzem, indexem PX a několika makroekonomickými ukazateli. V teoretické části práce bylo v kapitole 3.1 řečeno, že akciové kurzy plní předbíhající funkci vůči HDP. Zároveň bylo zmíněno, že vztah mezi kurzem akcií a HDP je pozitivní. Tuto tezi se nyní pokusíme ověřit. Vstupní data zachycuje Tabulka 4-19.

Rok	Akcie PM (Kč)	Index PX	HDP (mld. Kč)	Míra inflace (%)	2T Repo (%)	Diskontní sazba(%)
2008	6 026	858	4 024,12	6,3	2,25	1,25
2009	8 796	1117	3 930,41	1,0	1,00	0,25
2010	10 240	1225	3 962,46	1,5	0,75	0,25
2011	12 580	911	4 033,76	1,9	0,75	0,25
2012	10 700	1039	4 059,91	3,3	0,05	0,05
2013	10 600	989	4 098,13	1,4	0,05	0,05
2014	10 820	947	4 313,79	0,4	0,05	0,05
2015	12 000	956	4 595,78	0,3	0,05	0,05

2016	13 096	922	4 767,99	0,7	0,05	0,05
2017	16 403	1078	5 047,27	2,5	0,50	0,05
2018	14 080	987	5 304,39	2,1	1,75	0,75

Tabulka 4-19: Zdroje pro globální analýzu

Pro zjištění míry závislosti HDP na cenách akcií vypočítáme hodnoty korelačního koeficientu mezi HDP a indexem PX a dále mezi HDP a cenou akcií Philip Morris, a. s. Hodnotu stanovíme z hodnot od roku 2008 do sledovaného roku. Výsledky jsou zachyceny v tabulce níže.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Korelační koef. s PX	- 0,46	- 0,38	- 0,43	- 0,14	- 0,14
Korelační koef. s PM	0,28	0,44	0,60	0,78	0,78

Tabulka 4-20: Korelační koeficienty HDP a sledovanými veličinami

Předpokládaný pozitivní vztah se potvrdil pouze s cenou akcie Philip Morris. Reprezentant akciového trhu index PX má v průběhu celého sledovaného období zápornou hodnotu korelačního koeficientu vůči HDP. Jeho hodnoty se v posledních letech velmi blíží nule, můžeme tedy konstatovat, že HDP se vyvíjí nezávisle na akciových kurzech.

Obdobně se nyní podíváme na vývoj akciových kurzů a inflace.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Korelační koef. s PX	- 0,69	- 0,38	- 0,30	- 0,26	- 0,26
Korelační koef. s PM	- 0,69	- 0,73	- 0,73	- 0,46	- 0,43

Tabulka 4-21: Korelační koeficient inflace a sledovaných veličin

U inflace se očekává slabý negativní vztah k cenám akcií. Důvody, proč tomu tak je, jsou popsány v kapitole 3.1. Ve výše uvedené tabulce je tato teorie potvrzena v souvislosti s indexem PX. Korelace mezi inflací a cenami akcie Philip Morris je výrazně silnější, avšak zůstává negativní.

V letech 2014 až 2016 se inflace pohybovala na velmi nízkých úrovních. V tomto období lze také vidět kontinuální růst ceny akcie Philip Morris a více méně i samotného indexu PX. Zlom nastal roce 2017, kdy cena akcie Philip Morris dosáhla svého maxima a inflace ke konci roku narostla na 2,5%. Následný pokles cen akcií v roce 2018 se tedy dá odůvodnit vyšší požadovanou výnosovou mírou investorů v důsledku rostoucí inflace. Negativní dopad na hodnotu akcií by měla mít i výše úrokové míry. Výsledky korelací jsou zachyceny v tabulce níže.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
KK 2T repo a PX	-0,27	-0,20	-0,13	-0,13	-0,14
KK 2T repo a PM	-0,79	-0,81	-0,82	-0,62	-0,36
KK disk. sazba a PX	-0,44	-0,38	-0,32	-0,34	-0,14
KK disk. sazba a PM	-0,83	-0,84	-0,82	-0,71	-0,48

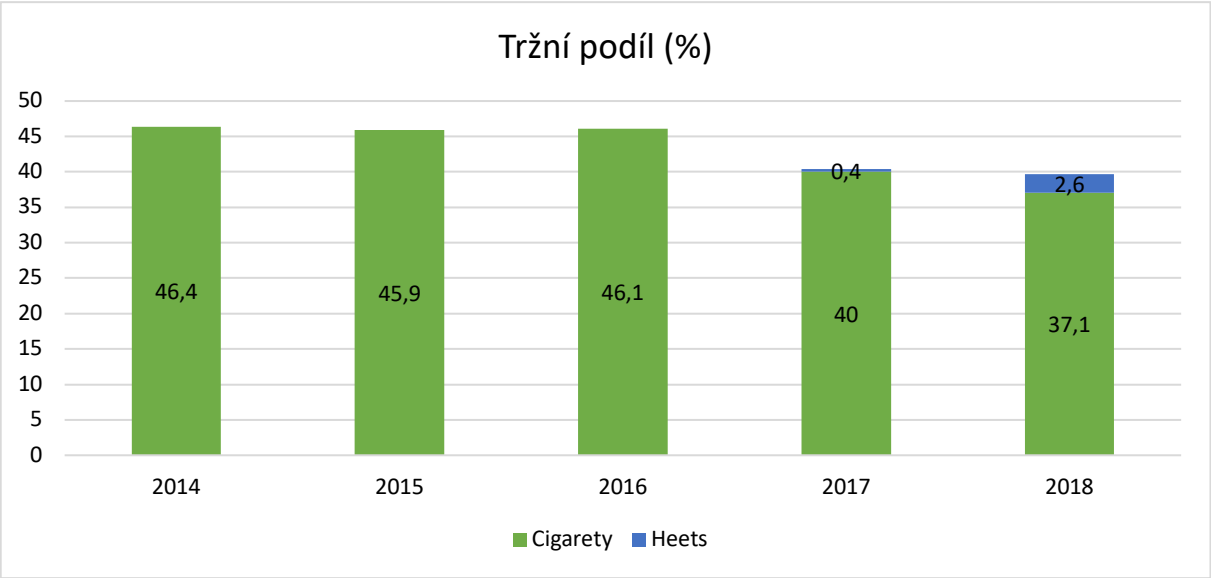
Tabulka 4-22: Korelační koeficienty úrokových sazeb

I zde jsme potvrdili teorii, že s růstem úrokové míry dochází k poklesu cen akcií. Slabá negativní závislost je patrná ze vztahu 2T repo sazby a indexu PX. Stejně tak tomu je i u vztahu diskontní sazby a indexu PX. Korelace sazeb s cenou akcie Philip Morris je výrazně negativní. V námi sledovaném období, se do roku 2017 2T repo sazba pohybovala na úrovni technické nuly. V tomto období ceny akcií plynule rostly. V listopadu 2017 ČNB poprvé vyhlásila změnu sazeb. V roce 2018 došlo ke zvýšení sazeb hned pětkrát. Mezi lety 2017 a 2018 dochází k propadu ceny akcie Philip Morris a zároveň k poklesu hodnoty indexu PX. Důvody, proč tomu tak je, jsou popsány v kapitole 3.1.

Predikovat vývoj akciového kurzu na základě makroekonomických ukazatelů je velmi obtížné. I přesto, že jsme dokázali závislost mezi některými ukazateli a akciovými kurzy, budou investoři pravděpodobně dávat přednost finanční analýze, firemní fundamentální analýze či vlastnímu úsudku nežli snaze určit budoucí vývoj pomocí makroekonomických veličin.

4.2.2 Analýza odvětví

Analýza odvětví je další částí fundamentální analýzy, která nám prozradí více informací o tom, na jakém trhu Firma působí. Hlavní činností společnosti Philip Morris je zpracování tabáku a výroba tabákových výrobků. Kromě zpracování tabáku, výroby cigaret a doutníků se Firma také zaměřuje na výrobu a vývoj bezdýmných tabákových výrobků. Mezi značky cigaret na trhu v České republice a na Slovensku prodávané v roce 2018 patří Marlboro, L&M, Chesterfield, Philip Morris, RGD, Petra a Sparta. Vývoj tržního podílu společnosti Philip Morris je zachycen v následujícím grafu.



Graf 6: Tržní podíl Philip Morris, a.s; Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris, a. s.

Z grafu je vidět, ze tržní podíl na trhu cigaret se snižuje a je postupně nahrazován novým trendem, který představuje trh s bezdýmnými výrobky. Společnost Philip Morris má na trhu v České republice nejvýznamnější podíl. Druhou příčku zaujímá společnost British American Tobacco, s.r.o., která si drží průměrně 21% podíl na trhu se značkami cigaret jako jsou Dunhill, Kent, Lucky Strike, Pall Mall a Rothmans. Dalším významným účastníkem trhu je společnost Imperial Tobacco CR, s.r.o., která se značkami Davidoff, P&S, West, Gauloises, R1, Route 66, Golden Virginia a dalšími ovládá zhruba 12 % trhu. Dalším významným producentem tabákových výrobků je společnost Japan Tobacco International se značkami Camel, Winston a dalšími. Ostatní účastníci trhu jsou nevýznamní.

Co se týče životního cyklu odvětví, výroba cigaret se nachází již ve fázi úpadu a je postupně nahrazována bezdýmnými tabákovými produkty. Důležitou roli v tomto trendu hraje regulace, která v současné době zakazuje kouření v restauračních zařízeních. Stát se snaží motivovat obyvatele k omezení kouření také pomocí spotřebních daní. Právě spotřební daň a DPH tvoří majoritní část ceny cigaret. Vývoj sazeb daně z tabáku a tabákových výrobků ve sledovaném období je zobrazuje Tabulka 4-23.

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Cigarety - pevná sazba (Kč/ks)	1,29	1,29	1,39	1,42	1,46
Cigarety - % sazba	27	27	27	27	27
Cigarety - minimální sazba(Kč/ks)	2,37	2,37	2,52	2,57	2,63
Doutníky (Kč/ks)	1,42	1,42	1,64	1,67	1,71
Tabák ke kouření (Kč/kg)	1 896	1 896	2 142	2 185	2 236

Tabulka 4-23: Vývoj spotřební daně; Zdroj:(Finance.cz 2019)

Máme-li krabičku o 20 ks cigaret, pak abstrahujeme-li od její skutečné ceny, bude spotřební daň odvedená na této krabičce činit v roce 2018 52,60 Kč. Po přičtení DPH bude celková minimální částka odvedená na dani činit 63,64 Kč.

Společnost Philip Morris, a.s. ve svých výročních zprávách uvádí jako jedno z budoucích rizik snižování ziskovosti právě rostoucí sazby spotřební daně. To má již nyní za následek pokles prodejů cigaret především z dražších segmentů. Spotřebitelé začínají přecházet na levnější značky cigaret, ve kterých Philip Morris nemá dostatečné zastoupení.

Dalším specifikem každého odvětví je jeho citlivost na hospodářský cyklus. Pro zjištění, v jakém typu odvětví se Firma nachází, vyjdeme z meziročních změn tržeb a HDP, které jsou vypočteny v tabulce níže.

Vstup	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby (mil. Kč)	12 963	12 770	14 049	10 866	11 453	12 200	14 082
Změna tržeb (%)		-0,01	0,10	-0,23	0,05	0,07	0,15
HDP (mld. Kč)	4 060	4 098	4 314	4 596	4 768	5 047	5 304
Změna HDP (%)		0,01	0,05	0,07	0,04	0,06	0,05

Tabulka 4-24: Vstupní data pro analýzu odvětví

Hodnota korelačního koeficientu mezi meziročními změnami tržeb a změnami HDP činí -0,15. Vzhledem k tomu, že závislost je velmi nízká, dá se říci, že Firma působí v neutrálním odvětví. Mezi odvětví, která nejsou citlivá na hospodářský cyklus patří také například potravinářský průmysl, resp. průmysl produkující nezbytné statky a služby. Tabákový průmysl sice neprodukuje nezbytné statky a služby, ale statky, jejichž užívání se spotřebitel většinou nechce vzdát. Tím se vysvětluje stabilita a nezávislost tržeb na hospodářském cyklu. V souvislosti s neutrálním odvětvím dále očekávám, že hodnota beta faktoru akcií společnosti Philip Morris nebude nabývat hodnot vyšších než 1.

Celkově si společnost Philip Morris na trhu vede velmi dobře. Její tržby jsou stabilní, a i přes pokles tržního podílu na trhu s cigaretami dokáže velmi rychle reagovat inovacemi ve výrobním procesu a zaváděním nových výrobků, které jsou v souladu s aktuální legislativou. Důkazem úspěchu inovací je meziročně rostoucí zisk.

4.2.3 Firemní analýza

V této kapitole se konečně podíváme na to, jak se dá stanovit vnitřní hodnota akcie, na základě které jsme schopni vydat doporučení k nákupu či prodeji akcie. Nejprve vyjdeme z časové řady vyplácených dividend a stanovíme míru růstu. Výši vyplácených dividend zachycuje následující tabulka.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dividenda	880	560	780	1260	920	900	820	880	920	1000	1080	1600

Tabulka 4-25: Dividendy mezi lety 2007 – 2018 (Kč)

V kapitole 4.1.5 jsme zjistili, že v některých letech měla Firma výplatní poměr vyšší jak 1. Jinými slovy na dividendách vyplatila více, než byl skutečný čistý zisk daného účetního období. To je bezpochyby nestandardní situace, která se neděje a vlastně ani nemůže dít každý rok. Proto časovou řadu dividend o tento jev očistíme. Poté získáme hodnoty uvedené v tabulce níže.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Div. očištěná	880	560	780	869	920	869	811	817	920	1000	1080	1368

Tabulka 4-26: Očištěné dividendy (Kč)

Z těchto hodnot můžeme stanovit míru růstu dividend. Pro výpočet míry růstu dividend použijeme normalizovanou míru růstu stanovenou na základě Rovnice 3-1. Hodnotu mladší dividendy stanovíme geometrickým průměrem dividend mezi lety 2016 až 2018. Hodnotu starší dividendy pak geometrickým průměrem mezi lety 2010 až 2012. Důvod, proč jsem se rozhodl použít 6letou periodu je silný trend růstu dividend mezi jednotlivými lety, který je podle mého názoru dlouhodobě neudržitelný. To usuzuji na základě poklesu podílu na trhu cigaret, rostoucího zdanění a silné regulace.

Míra růstu dividend stanovená s ohledem na výše zmíněné předpoklady poté vyjde 4,28 %.

Nyní z modelu oceňování kapitálových aktiv stanovíme míru pro diskontování, resp. požadovanou výnosovou míru investora. Pro tento záměr potřebujeme znát bezrizikovou úrokovou míru a tržní výnosovou míru. Pro stanovení požadované výnosové míry budeme

vycházet z dat z USA. Bezrizikovou výnosovou míru stanovíme jako průměrnou výnosnost desetiletých státních dluhopisů za rok 2018. Vstupní údaje jsou uvedeny v následující tabulce.

Měsíc	Výnos (%)	Změna (%)
Prosinec	2,686	-10,26
Listopad	2,993	-4,95
Říjen	3,149	2,74
Září	3,065	7,17
Srpen	2,86	-3,44
Červenec	2,962	3,57
Červen	2,86	0,00
Květen	2,86	-3,21
Duben	2,955	7,81
Březen	2,741	-4,29
Únor	2,864	5,60
Leden	2,712	

Tabulka 4-27: Výnos 10letých dluhopisů USA; zdroj: (Investing.com 2019)

Výsledná hodnota bezrizikové výnosové míry, se kterou budeme dále počítat, činí 2,89 %.

Další proměnnou modelu je tržní výnosová míra. Opět vyjdeme z dat amerického trhu, konkrétně z indexu Dow Jones. Důvodem volby tohoto indexu je, že se skládá ze silných a stabilních firem, což je případ i sledované společnosti Philip Morris. Tržní výnosovou míru stanovíme obdobně jako míru růstu dividend. Hodnoty indexu Dow Jones ke konci roku jsou uvedené v tabulce Tabulka 4-28.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dow Jones	11 578	12 218	13 104	16 504	17 983	17 603	19 762	24 719	23 062

Tabulka 4-28: Hodnoty indexu Dow Jones, zdroj: (Insider Inc. 2019)

Použijeme-li stejný postup jako při výpočtu míry růstu dividend, pak výsledná hodnota tržní výnosové míry bude činit 10,55 %.

Poslední neznámou modelu je koeficient beta, jehož výpočet provedeme podle Rovnice 3-8. Směrodatnou odchylku akcie, směrodatnou odchylku trhu a koeficient korelace mezi akcie s trhem budeme počítat ze změny cen na denní bázi. Hodnota koeficientu beta poté vyjde 0,72. Akcie má tedy nižší systematické riziko, než je riziko trhu. Nutno podotknout, že hodnota beta koeficientu vychází z historických dat a nezaručuje úroveň systematického rizika

v budoucnosti. Hodnota nižší než 1 nám však potvrdila tezi zmíněnou v kapitole 4.2.2, kdy jsme díky charakteristice odvětví nepředpokládali vyšší systematické riziko.

Nyní známe všechny potřebné hodnoty pro stanovení požadované výnosové míry. Dosazením výše vypočtených mezivýsledků do Rovnice 3-7 dostaneme požadovanou výnosovou míru 8,43 %. Tuto míru považuji za adekvátní, a proto ji bez dalších modifikací použijeme pro diskontování v dalších modelech.

Dividendové diskontní modely jsou prvním typem modelů, kterým se pokusíme stanovit správnou cenu akcie společnosti Philip Morris. Nejprve budeme uvažovat konečnou dobu držby 1 – 5 let a meziroční růst dividend o již vypočtenou hodnotu 4,28 %. Dále budeme pro zjednodušení předpokládat, že akcii na konci doby držby prodáme za stejný kurz, který je k dnešku (tj. 11.5.2019) kótovaný na Burze cenných papírů Praha a činí 13 660 Kč. Pak dosazením těchto proměnných do Rovnice 3-13 dostaneme následující výsledky.

Doba držení v letech	Vnitřní hodnota (Kč)	Stav akcie	Doporučení
1	13 913	Správně oceněná	Držet/čekat
2	14 199	Podhodnocená	Nákup
3	14 512	Podhodnocená	Nákup
4	14 849	Podhodnocená	Nákup
5	15 206	Podhodnocená	Nákup

Tabulka 4-29: Dividendový diskontní model – výsledky

Z tabulky je patrné, že zvažujeme-li investiční horizont jeden rok, pak je aktuální tržní cena akcie více méně správná, resp. odpovídá její vnitřní hodnotě. Pokud bychom však zvažovali delší investiční horizont, jeví se nyní akcie jako podhodnocená.

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, za předpokladu, že ji nikdy nechceme prodat a držíme ji za účelem dividendového výnosu, použijeme Gordonův model, resp. rovnici Rovnice 3-14. Správně oceněná akcie by se tedy měla obchodovat za 35 752 Kč. Z toho plyne, že je akcie na trhu nyní velmi podhodnocená. Zde je však naprosto nezbytné podotknout, že Gordonův model je založen na velmi silných předpokladech, které jsou v praxi obtížně splnitelné.

Transformací Gordonova modelu na ziskový model lze taktéž určit, zda je akcie nadhodnocená nebo podhodnocená. Vzhledem k tomu, že Philip Morris ve sledovaném období 2014–2018 vyplácí v průměru 100 % svého zisku akcionářům (viz. Tabulka 4-18: Analýza kapitálového

trhu), není racionální již pro ziskové modely předpokládat růst hodnoty výplatního poměru. Proto bude dále tedy počítáno s veličinou g = 0 a výše výplatního poměru bude zafixována na maximální hodnotu 1. Za těchto podmínek pak vnitřní hodnota akcie vypočtená Gordonovým modelem bude činit 16 227 Kč.

Vzájemným poměrem ceny akcie ku zisku běžnému účetního roku získáme hodnotu běžného P/E ratio. To má za rok 2018 hodnotu 10,07. Hodnotu normálního P/E ratio stanovíme pomocí Rovnice 3-16. Výsledek je 11,86. Stejné hodnoty bude díky předpokládané nulové míře růstu nabývat i Sharpovo P/E ratio vypočítané podle Rovnice 3-18. Protože je hodnota Sharpova P/E ratia vyšší než hodnota běžného P/E ratia, můžeme říci, že je akcie podhodnocená a můžeme ji doporučit k nákupu. Pro doplnění vyjádříme ještě její vnitřní hodnotu podle vztahu z Rovnice 3-17. Správně oceněná akcie by se tedy měla obchodovat za 18 229 Kč.

Další oblíbenou metodou z řady ziskových modelů je P/BV ratio. Při zachování předpokladů bude na základě Rovnice 3-19 jeho hodnota činit 4,77. Vzhledem k tomu, že hodnota ukazatele ROE dosahuje 39 % a výše P/BV nabývá velmi nízké hodnoty, můžeme opět označit akcii za podhodnocenou. Její vnitřní hodnota se spočítá jako součin P/BV ratio a vlastního kapitálu. Správná cena dle tohoto modelu by měla být 46 731 Kč. Tuto hodnotu je třeba brát s rezervou z důvodu citlivosti vlastního kapitálu na účetní metody.

Nyní se podíváme na vnitřní hodnotu akcie trochu komplexněji. Doposud jsme používali metody založené na diskontování budoucích příjmů a nebrali jsme v úvahu peněžní toky ve Firmě. Podle Rovnice 3-21 stanovíme hodnotu volných peněžních toků do vlastního kapitálu. Vycházet budeme z dat v tabulce Tabulka 4-30.

Vstup	2014	2015	2016	2017	2018
Čistý zisk	2252	2569	2767	3482	3837
Odpisy	544	492	547	594	676
Investiční výdaje	588	1065	1178	721	752
Změna pracovního kapitálu	-190	-520	-250	738	992
Splátky dluhů	0	0	0	0	0
Emise dluhových instrumentů	0	0	0	0	0
Sazba daně z příjmů	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
EBIT	2825	3205	3473	4342	4818

Tabulka 4-30: Vstupní data pro cashflow modely (mil. Kč)

Hodnoty veličiny FCFE a její meziroční změny, které budou požity pro stanovení míry růstu FCFE, jsou zachyceny v následující tabulce.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
FCFE	2 398	2 516	2 386	2 617	2 769
změna FCFE	-0,02	0,05	-0,05	0,10	0,06

Tabulka 4-31: Výsledky FCFE

Pro stanovení vnitřní hodnoty podle Rovnice 3-22 musíme ještě určit míru růstu FCFE. Tu stanovíme opět stejně jako míru růstu dividend. Vzhledem k tomu, že hodnoty FCFE nevykazují příliš vysokou volatilitu, použijeme pouze tříletou periodu. Výsledná míra růstu FCFE pak bude činit 1,7 %. Hodnota celé firmy činí 41 843 mil Kč, tzn. vnitřní hodnota jedné akcie je 15 241 Kč.

Pro regulované odvětví je však vhodnější použití modelu FCFF. Lze objektivně předpokládat, že výsledky obou veličin se od sebe v případě Philip Morris nebudou příliš lišit. Důvodem jsou nízké nákladové úroky, které firma platí. Z toho plyne, že rozdíl mezi veličinou FCFE a FCFF nebude příliš razantní. S nízkou úrovní nákladových úroků ale souvisí průměrné náklady kapitálu (WACC). Ty budou ovlivněny nízkými náklady dluhu, resp. cizího kapitálu. Náklady kmenového kapitálu a nerozděleného zisku budou totožné, protože jsou představovány dividendou připadající na kmenovou akcii. Výsledná vnitřní hodnota akcie bude ovlivněna hlavně rozdílem mezi WACC a mírou růstu veličiny FCFF.

Vyjdeme-li z rozvahy Firmy za rok 2018, pak při aplikaci očištěné dividendy za rok 2018 budou náklady kmenového kapitálu činit 14 %. K výsledku dojdeme pomocí následujícího vztahu.

$$Náklady\ kmenového\ kapitálu = \frac{Dividenda\ z\ kmenové\ akcie}{Tržní\ cena\ akcie} + míra\ růstu\ dividend$$

Rovnice 4-1: Náklady kmenového kapitálu

V našem případě je výše očištěné dividendy z kmenové akcie 1368 Kč, tržní cena ke konci roku 2018 činí 14 080 Kč a míru růstu dividend jsme dříve stanovili na 4,28 %.

Náklady na cizí kapitál stanovíme jako podíl zaplacených nákladových úroků upravených o úrokový daňový štít ku celkové výši cizího kapitálu.

$$Náklady\ cizího\ kapitálu = \frac{18 * (1 - 019)}{5\ 929} = 0{,}0024$$

Náklady cizího kapitálu jsou dle očekávání velmi nízké. Nyní vypočítáme průměrné vážené náklady kapitálu, kde váhou je podíl jednotlivých složek kapitálu na celkovém kapitálu. Výsledná hodnota průměrných náklady kapitálu poté vyjde 8,6 %.

Podle vztahu z Rovnice 3-24 stanovíme hodnotu veličiny FCFF. Pro sledované období jsou výsledky následující.

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
FCFF	2 434	2 543	2 432	2 652	2 835
změna FCFF	-0,015	0,045	-0,044	0,090	0,069

Tabulka 4-32: Výsledky FCFF

Stejným postupem jako u FCFE vypočítáme míru růstu FCFF. Ta vyjde 2 %. Nyní známe všechny proměnné potřebné pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Jejich dosazením do Rovnice 3-25 dostaneme hodnotu celé firmy 43 813 mil Kč. Vnitřní hodnota akcie je tedy rovna 15 958 Kč.

Srovnáme-li cenu akcie 13 660 Kč, která je k dnešku (tj. 11.5.2019) kótovaná na Burze cenných papírů Praha, pak je akcie podle obou cashflow modelů na trhu podhodnocená a investor by měl zvážit její nákup.

5 Závěr

Cílem práce bylo popsat ucelený koncept finanční a fundamentální analýzy z pohledu investora tak, aby byly zřetelné vazby mezi jednotlivými částmi obou analýz. Dalším cílem bylo aplikovat vhodné metody na společnost Philip Morris a zhodnotit její finanční situaci a pokusit se stanovit vnitřní hodnotu akcie.

Teoretický rámec finanční a fundamentální analýzy byl nastíněn v kapitolách 2 a 3. Byly popsány základní oblasti finanční analýzy, které by měl investor znát předtím, než se rozhodne uskutečnit nákup akcií. Jedná se především o analýzu rentability, aktivity, finanční stability a analýzy informací z kapitálového trhu. Kapitola zabývající se fundamentální analýzou postupně navazuje na poznatky získané ve finanční analýze. Byly popsané vybrané dividendové diskontní modely, ziskové modely a cashflow modely.

Praktická aplikace byla provedena v kapitole 4. Z části týkající se finanční analýzy vyšlo, že společnost Philip Morris je silná stabilní firma, která je schopna dosahovat nadstandardního zhodnocení kapitálu. Zároveň umí dostatečně dobře využívat finanční páku, kdy cizí kapitál přináší dodatečný zisk. Co se týče rizika, stojí si taktéž velmi dobře. Dodržuje „zlaté“ pravidlo financování, kdy jsou dlouhodobá aktiva a část krátkodobých aktiv kryty dlouhodobými zdroji. Zároveň je díky dobře řízené likviditě schopna ustát nepříznivé situace a v případě potřeby okamžitě uhradit všechny své krátkodobé závazky. Ve prospěch také hovoří hodnoty ukazatelů celkového rizika, kdy výše vlastního kapitálu v rozvaze výrazně převyšuje výši kapitálu cizího.

Zajímavostí je, že Firma v některých letech vyplácí na dividendách akcionářům více než je její zisk v daném účetním období. Průměrně během sledovaného období vyplácí 100 % čistého zisku svým akcionářům. To je jedna z věcí, která dělá akcii pro investora atraktivní zvlášť s přihlédnutím k faktu meziročně rostoucího čistého zisku.

Co se týče odvětví, má Philip Morris na trhu v České republice nejvyšší tržní podíl. I když v současné době, kdy přichází do popředí trh s bezdýmnými produkty a Firma začíná ztrácet podíl na trhu s cigaretami, dokázala si díky inovacím ve výrobním procesu zachovat úroveň zisku a rizika. Odvětví tabákového průmyslu je silně regulované a zdaněné. Philip Morris přiznává, že růst spotřebních daní představuje budoucí rizika ztráty výraznější části tržního podílu, zejména v prémiovém segmentu.

V rámci firemní fundamentální analýzy byla stanovena vnitřní hodnota akcie několika metodami. Jejich přehled a výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

Model	Vnitřní hodnota (Kč)	Stav akcie
DDM 1 rok	13 913	Správně oceněná
DDM 2 roky	14 199	Podhodnocená
DDM 3 roky	14 513	Podhodnocená
DDM 4 roky	14 850	Podhodnocená
DDM 5 let	15 207	Podhodnocená
Gordonův s g	35 752	Podhodnocená
Gordonův bez g	16 227	Podhodnocená
P/E ratio	18 229	Podhodnocená
P/BV ratio	46 731	Podhodnocená
FCFE	15 241	Podhodnocená
FCFF	15 958	Podhodnocená

Tabulka 5-1: Výsledky oceňovacích modelů

Ke dni 11.5.2019 je akcie Philip Morris, a.s. obchodována na Burze cenných papírů Praha za cenu 13 660 Kč. Všechny metody ohodnotily nyní akcii jako podhodnocenou. Investor by měl zvážit zařazení tohoto titulu do svého portfolia. Vezme-li v úvahu výši dividendového výnosu, který je za období 2014 – 2018 v průměru 8 %, představuje aktuální tržní cena akcie možnost získat nejen tento atraktivní dividendový výnos, ale i zajímavý růstový potenciál ceny. Podstupované riziko je zároveň nižší, než je systematické riziko, což bylo dokázáno koeficientem beta o velikosti 0,79.

Veškeré informace uvedené v této práci jsou určeny výhradně ke studijním účelům a neslouží v žádném případě coby konkrétní investiční doporučení, obchodní doporučení, analýza investičních příležitostí nebo podobné obecné doporučení týkající se obchodování s investičními nástroji.

Seznam literatury a zdrojů

DOUCHA, Rudolf, 1996. *Finanční analýza podniku*. Praha: VOX Consult, s.r.o. ISBN 80-902111-2-7.

FINANCE.CZ, 2019. *Spotřební daň: tabák a tabákové výrobky - | Finance.cz* [online] [vid. 2019-05-05]. Dostupné z: https://www.finance.cz/dane-a-mzda/dph-a-spotrebni-dane/spotrebni-dane/tabak-a-tabakove-vyrobky/

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2009. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-26-2.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI - Wolters Kluwer. ISBN 978-80-7357-392-8.

CHARLES PARKER, JONES, 2013. *Investments: analysis and management. 12th ed.* United States of America: NJ: John Wiley. ISBN 978-1-118-36329-4.

INSIDER INC., 2019. *Dow Jones Price History | Markets Insider* [online] [vid. 2019-05-11]. Dostupné z: https://markets.businessinsider.com/index/historical-prices/dow_jones/1.1.2018_31.12.2018

INVESTING.COM, 2019. *United States 10-Year Bond Historical Data - Investing.com* [online] [vid. 2019-05-11]. Dostupné z: https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data

KRABEC, Jaroslav, 2002. *Finanční trhy - funkce, analytické metody, investiční management*. První vydání. Praha: Aktris spol. s r.o. ISBN 80-7265-050-5.

MAREK, Petr, 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš a KOLEKTIV, 2011. *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

PHILIP MORRIS ČR, 2012. *Výroční zpráva 2012* [online]. 2012. [vid. 2019-03-31]. Dostupné z: https://www.pmi.com/markets/czech-republic/cs/investor-relations/shareholder-information-archives

PHILIP MORRIS ČR, 2013. *Výroční zpráva 2013* [online]. 2013. [vid. 2019-03-31]. Dostupné z: https://www.pmi.com/markets/czech-republic/cs/investor-relations/shareholder-information-archives

PHILIP MORRIS ČR, 2014. *Výroční zpráva 2014* [online]. 2014. [vid. 2019-03-31]. Dostupné z: https://www.pmi.com/markets/czech-republic/cs/investor-relations/shareholder-information-archives

PHILIP MORRIS ČR, 2015. *Výroční zpráva 2015* [online]. 2015. [vid. 2019-03-31]. Dostupné z: https://www.pmi.com/markets/czech-republic/cs/investor-relations/shareholder-information-archives

PHILIP MORRIS ČR, 2016. *Výroční zpráva 2016* [online]. 2016. [vid. 2019-03-31]. Dostupné z: https://www.pmi.com/markets/czech-republic/cs/investor-relations/shareholder-information-archives

PHILIP MORRIS ČR, 2017. *Výroční zpráva 2017* [online]. 2017. [vid. 2019-03-31]. Dostupné z: https://www.pmi.com/markets/czech-republic/cs/investor-relations/shareholder-information-archives

PHILIP MORRIS ČR, 2018. *Výroční zpráva 2018* [online]. 2018. [vid. 2019-03-31]. Dostupné z: https://www.pmi.com/markets/czech-republic/cs/investor-relations/shareholder-information-archives

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2011. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-3386-6.

VALACH, Josef a KOLEKTIV, 1999. *Finanční řízení podniku*. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-21-1.

VESELÁ, Jitka, 2003. *Analýzy trhu cenných papírů: Fundamentální analýza. II. díl*. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-0506-0.

VESELÁ, Jitka, 2011. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualizované vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR. ISBN 978-80-7357-647-9.

Seznam tabulek

TABULKA 2-1: STRATEGIE ŘÍZENÍ BĚŽNÉ LIKVIDITY 15
TABULKA 4-1: ZDROJE PRO ANALÝZU RENTABILITY 39
TABULKA 4-2: ANALÝZA RENTABILITY AKTIV 39
TABULKA 4-3: ROZKLAD ROA 41
TABULKA 4-4: ANALÝZA RENTABILITY VLASTNÍHO KAPITÁLU 41
TABULKA 4-5: ZISKOVÝ ÚČINEK FINANČNÍ PÁKY 41
TABULKA 4-6: ZDROJE PRO ANALÝZU AKTIVITY 42
TABULKA 4-7: VÁZANOST CELKOVÝCH AKTIV A DOBA OBRATU 42
TABULKA 4-8: OBRAT ZÁSOB 43
TABULKA 4-9: ANALÝZA POHLEDÁVEK A ZÁVAZKŮ 44
TABULKA 4-10: ANALÝZA POHLEDÁVEK A ZÁVAZKŮ PO ELIMINACI VZÁJEMNÝCH POHLEDÁVEK A ZÁVAZKŮ 45
TABULKA 4-11: ZDROJE PRO ANALÝZU LIKVIDITY 46
TABULKA 4-12: ANALÝZA LIKVIDITY 46
TABULKA 4-13: PRACOVNÍ KAPITÁL 47
TABULKA 4-14: ZDROJE PRO ANALÝZU FINANČNÍ STABILITY 48
TABULKA 4-15: ANALÝZA FINANČNÍ STABILITY 48
TABULKA 4-16: ANALÝZA FINANČNÍ STABILITY – MODIFIKACE 48
TABULKA 4-17: ZDROJE PRO ANALÝZU KAPITÁLOVÉHO TRHU 49
TABULKA 4-18: ANALÝZA KAPITÁLOVÉHO TRHU 50
TABULKA 4-19: ZDROJE PRO GLOBÁLNÍ ANALÝZU 51
TABULKA 4-20: KORELAČNÍ KOEFICIENTY HDP 51
TABULKA 4-21: KORELAČNÍ KOEFICIENT INFLACE 51
TABULKA 4-22: KORELAČNÍ KOEFICIENTY ÚROKOVÝCH SAZEB 52
TABULKA 4-23: VÝVOJ SPOTŘEBNÍ DANĚ 54
TABULKA 4-24: VSTUPNÍ DATA PRO ANALÝZU ODVĚTVÍ 54
TABULKA 4-25: DIVIDENDY MEZI LETY 2007 - 2018 55
TABULKA 4-26: OČIŠTĚNÉ DIVIDENDY 55
TABULKA 4-27: VÝNOS 10LETÝCH DLUHOPISŮ USA 56
TABULKA 4-28: HODNOTY INDEXU DOW JONES 56
TABULKA 4-29: DIVIDENDOVÝ DISKONTNÍ MODEL – VÝSLEDKY 57
TABULKA 4-30: VSTUPNÍ DATA PRO CASHFLOW MODELY 58
TABULKA 4-31: VÝSLEDKY FCFE 59
TABULKA 4-32: VÝSLEDKY FCFF 60
TABULKA 5-1: VÝSLEDKY OCEŇOVACÍCH MODELŮ 62

Seznam grafů

GRAF 1: VÝSLEDKY UKAZATELŮ RENTABILITY 40
GRAF 2: OBRAT CELKOVÝCH A STÁLÝCH AKTIV 43
GRAF 3: DOBA OBRATU POHLEDÁVEK A ZÁVAZKŮ 45
GRAF 4: LIKVIDITA 47
GRAF 5: RIZIKO 49
GRAF 6: TRŽNÍ PODÍL PHILIP MORRIS, A.S; ZDROJ: VÝROČNÍ ZPRÁVY PHILIP MORRIS, A. S. 53

Seznam rovnic

ROVNICE 2-1: RENTABILITA AKTIV V ČISTÉ PODNIKOVÉ PODOBĚ 9
ROVNICE 2-2: RENTABILITA AKTIV V HRUBÉ PODNIKOVÉ PODOBĚ 9
ROVNICE 2-3: RENTABILITA AKTIV V ČISTÉ OBECNÉ PODOBĚ 9
ROVNICE 2-4: RENTABILITA AKTIV V HRUBÉ OBECNÉ PODOBĚ 9
ROVNICE 2-5: RENTABILITA VLASTNÍHO KAPITÁLU 10
ROVNICE 2-6: ROZKLAD RENTABILITY AKTIV 11
ROVNICE 2-7: ROZKLAD RENTABILITY VLASTNÍHO KAPITÁLU 11
ROVNICE 2-8: ZISKOVÝ ÚČINEK FINANČNÍ PÁKY 12
ROVNICE 2-9: VÁZANOST CELKOVÝCH AKTIV 12
ROVNICE 2-10: OBRAT CELKOVÝCH AKTIV 13
ROVNICE 2-11: DOBRA OBRATU CELKOVÝCH AKTIV 13
ROVNICE 2-12: OBRAT ZÁSOB VAR.1 13
ROVNICE 2-13: OBRAT ZÁSOB VAR.2 13
ROVNICE 2-14: DOBA OBRATU POHLEDÁVEK 14
ROVNICE 2-15: DOBA OBRATU ZÁVAZKŮ 14
ROVNICE 2-16: OBCHODNÍ DEFICIT 14
ROVNICE 2-17: BĚŽNÁ LIKVIDITA 15
ROVNICE 2-18: POHOTOVÁ LIKVIDITA 15
ROVNICE 2-19: OKAMŽITÁ LIKVIDITA 16
ROVNICE 2-20: PENĚŽNÍ LIKVIDITA 16
ROVNICE 2-21: PRACOVNÍ KAPITÁL 16
ROVNICE 2-22: UKAZATEL VĚŘITELSKÉHO RIZIKA 17
ROVNICE 2-23:UKAZATEL CELKOVÉHO RIZIKA 17
ROVNICE 2-24: UKAZATEL ÚROKOVÉHO KRYTÍ 17
ROVNICE 2-25: TRŽNÍ HODNOTA FIRMY 18
ROVNICE 2-26: VÝPLATNÍ POMĚR 18
ROVNICE 2-27: ZADRŽOVACÍ POMĚR 18
ROVNICE 2-28: DIVIDENDOVÝ VÝNOS 19

ROVNICE 3-1: MÍRA RŮSTU DIVIDEND 25
ROVNICE 3-2: MÍRA RŮSTU ZISKU 26
ROVNICE 3-3: MÍRA RŮSTU ZISKU 26
ROVNICE 3-4: MÍRA RŮSTU ODVOZENÁ Z ROE 26
ROVNICE 3-5: MÍRA RŮSTU ODVOZENÁ ZE STABILNÍ ROE 27
ROVNICE 3-6: MÍRA RŮSTU S VARIABLNÍ ROE 27
ROVNICE 3-7: POŽADOVANÁ VÝNOSOVÁ MÍRA Z MODELU CAPM 27
ROVNICE 3-8: KOEFICIENT BETA 28
ROVNICE 3-9: POŽADOVANÁ VÝNOSOVÁ MÍRA Z GORDONOVA MODELU 29
ROVNICE 3-10: DDM S NULOVÝM RŮSTEM, KONEČNÁ DOBA DRŽBY 30
ROVNICE 3-11: DDM S NULOVÝM RŮSTEM, NEKONEČNÁ DOBA DRŽBY 30
ROVNICE 3-12: OČEKÁVANÁ DIVIDENDA 30
ROVNICE 3-13: JEDNOSTUPŇOVÝ DDM, KONEČNÁ DOBA DRŽBY 30
ROVNICE 3-14: GORDONŮV MODEL 31
ROVNICE 3-15: VÝŠE DIVIDENDY V ROCE T 32
ROVNICE 3-16: NORMÁLNÍ P/E RATIO 32
ROVNICE 3-17: VNITŘNÍ HODNOTA AKCIE Z UKAZATELE NORMÁLNÍ P/E RATIO 33
ROVNICE 3-18: SHARPOVO P/E RATIO 33
ROVNICE 3-19: P/BV RATIO 33
ROVNICE 3-20: P/S RATIO 34
ROVNICE 3-21: FCFE 35
ROVNICE 3-22: VNITŘNÍ HODNOTA AKCIE VYCHÁZEJÍCÍ Z FCFE 35
ROVNICE 3-23: FCFF 1. POSTUP 36
ROVNICE 3-24: FCFF 2. POSTUP 36
ROVNICE 3-25: VNITŘNÍ HODNOTA AKCIE VYCHÁZEJÍCÍ Z FCFF 36
ROVNICE 4-1: NÁKLADY KMENOVÉHO KAPITÁLU 59

Přílohy:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA							
Pozemky, budovy a zařízení	2 897	3 147	3 193	3 763	4 250	4 256	4 177
Nehmotná aktiva	51	25	21	22	20	12	5
Odložená daňová pohledávky	5	6	20	29	22	41	35
Ostatní finanční aktiva	-	-	-	101	102	106	107
Dlouhdobá aktiva	**2 953**	**3 178**	**3 234**	**3 915**	**4 394**	**4 415**	**4 324**
Zásoby	1 775	2 120	328	423	343	630	1 125
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	1 598	1 514	2 716	399	435	835	2 110
Ostatní nefinanční aktiva	6 285	9 935	1 638	2 847	2 220	2 365	2 827
Daň z příjmů splatná	1	2	10	-	14	-	-
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	5 208	5 219	4 524	7 470	8 164	7 312	5 570
Krátkodobá aktiva	**14 867**	**18 790**	**9 216**	**11 139**	**11 176**	**11 142**	**11 632**
Aktiva celkem	**17 820**	**21 968**	**12 450**	**15 054**	**15 570**	**15 557**	**15 956**
PASIVA							
Základní kapitál	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů	2 386	2 397	2 403	2 393	2 387	2 377	2 379
Nerozdělený zisk	2 512	2 270	2 657	2 813	3 057	3 796	4 669
Ostatní fondy	552	557	6	4	4	2	3
Vlastní kapitál připadající na akcionáře Společnosti	**8 195**	**7 969**	**7 810**	**7 955**	**8 193**	**8 920**	**9 796**
Menšinový vlastní kapitál	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Vlastní kapitál celkem	**8 196**	**7 970**	**7 811**	**7 956**	**8 194**	**8 921**	**9 797**
Odložený daňový závazek	131	141	166	182	173	205	230
Dlouhodobé závazky	**131**	**141**	**166**	**182**	**173**	**205**	**230**
Obchodní a ostatní finanční závazky	1 309	1 460	920	1 756	1 846	1 434	1 089
Ostatní nefinanční závazky	200	231	226	213	211	248	225
Daň z příjmů splatná	6	8	2	86	131	199	157
Ostatní daňové závazky	7 961	12 137	3 299	4 775	4 920	4 509	4 426
Rezervy na krátkodobé závazky	16	20	26	81	39	15	32
Přijaté půjčky	1	1	-	5	56	26	-
Krátkodobé závazky	**9 493**	**13 857**	**4 473**	**6 916**	**7 203**	**6 431**	**5 929**
Závazky celkem	**9 624**	**13 998**	**4 639**	**7 098**	**7 376**	**6 636**	**6 159**
Pasiva celkem	**17 820**	**21 968**	**12 450**	**15 054**	**15 570**	**15 557**	**15 956**

Tabulka 5-2: Agregovaná rozvaha (mil. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	12963	12770	14049	10866	11453	12200	14 082
Náklady na prodané výrobky a zboží	-8025	-8093	-9275	-5740	-6006	-6092	- 6 079
Hrubý zisk	**4938**	**4677**	**4774**	**5126**	**5447**	**6108**	**8 003**
Odbytové náklady	-1130	-1124	-1168	-1223	-1146	-956	- 2 070
Administrativní náklady	-821	-813	-799	-754	-792	-875	- 1 126
Ostatní provozní výnosy	187	175	137	131	41	180	90
Ostatní provozní náklady	-135	-134	-120	-76	-77	-115	- 108
Provozní zisk	**3039**	**2781**	**2824**	**3204**	**3473**	**4342**	**4 789**
Finanční výnosy	10	2	1	1	0	0	29
Finanční náklady	0	0	-4	-2	-9	-11	- 18
Zisk před z daněním	**3049**	**2783**	**2821**	**3203**	**3464**	**4331**	**4 800**
Daň z příjmů	-608	-556	-566	-633	-697	-847	- 964
Čistý zisk	**2441**	**2227**	**2255**	**2570**	**2767**	**3484**	**3 836**
Čistý zisk připadající na:							
Akcionáře Společnosti	2440	2226	2254	2569	2766	3483	3 835
Menšinový podíl	1	1	1	1	1	1	1
Ostatní úplný výsledek							
Kurzové rozdíly z přepočtu dceřiné společnosti	-1	5	-3	-1	0	-2	1
Úplný výsledek za rok celkem	**2440**	**2232**	**2252**	**2569**	**2767**	**3482**	**3 837**
Úplný výsledek za rok připadající na:							
Akcionáře Společnosti	2439	2231	2251	2568	2766	3481	3 836
Menšinový podíl	1	1	1	1	1	1	1
Zisk na ckii základní a zředěný (Kč/akcie)	**889**	**811**	**821**	**936**	**1008**	**1269**	**1 397**

Tabulka 5-3: Agregovaný výkaz zisku a ztráty (mil. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní toky z provozní činnosti							
Zisk před zdaněním	**3049**	**2783**	**2821**	**3203**	**3464**	**4331**	**4800**
Odpisy dlouhodbých aktiv včetně nehmotného majetku	453	454	544	492	547	594	676
Nerealizované kurzové zisky(-)/ztráty(+)	0	0	0	0	141	86	134
Čisté úrokové výnosy	-10	-2	3	1	9	11	-11
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení	-37	-4	-9	-12	-14	-12	-4
Změna stavu opravných položek a rezerv	-8	4	6	55	-42	-24	17
Ostatní nepeněžní úpravy - čisté	11	-11	-6	-7	-1	-38	2
Pěněžní toky z provozní činnosti před změnami pracovního kapitálu	**3458**	**3224**	**3359**	**3732**	**4104**	**4948**	**5614**
Změna stavu:							
Obchodních a ostatních finančních pohledávek a Ostatních nefinančních aktiv	-480	-3566	7095	1006	591	-549	-1737
Obchodních a ostatních finančních závazků a Nefinančních závazků	495	4358	-9383	2299	233	-786	-451
Zásob	-468	-345	1792	-95	80	-287	-495
Pěněžní toky z provozu	**3005**	**3671**	**2863**	**6942**	**5008**	**3326**	**2931**
Zaplacené úroky	0	0	-4	-2	-9	-11	-18
Zaplacená daň z příjmu	-618	-546	-569	-530	-667	-754	-975
Čisté peněžní toky z provozní činnosti	**2387**	**3125**	**2290**	**6410**	**4332**	**2561**	**1938**
Pěněžní toky z investiční činnosti							
Výdaje na pořízení pozemků, budov a zařízení	-612	-677	-587	-1055	-1168	-718	-751
Příjmy z prodeje pozemků, budov a zařízení	68	9	16	21	16	93	35
Výdaje na pořízení nehmotných aktiv	-2	-2	-1	-10	-10	-3	-1
Přijaté úroky	10	2	1	1	0	0	29
Čisté peněžní toky z investiční činnosti	**-536**	**-668**	**-571**	**-1043**	**-1162**	**-628**	**-688**
Peněžní toky z financování							
Zaplacené dividendy	-2526	-2471	-2417	-2417	-2527	-2746	-2966
Čistý pěněžní tok z financování	**-2526**	**-2471**	**-2417**	**-2417**	**-2527**	**-2746**	**-2966**
Čisté zvýšení peněžních prostředků	**-675**	**-14**	**-698**	**2950**	**643**	**-813**	**-1716**
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku roku	**5887**	**5207**	**5218**	**4524**	**7465**	**8108**	**7286**
Dopad změn směnných kurzů	-5	25	4	-9	0	-9	
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku	**5207**	**5218**	**4524**	**7465**	**8108**	**7286**	**5570**

Tabulka 5-4: Agregovaný výkaz cashflow (mil. Kč)