

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Diplomová práce

**Využití fundamentální akciové analýzy při odhadu
vývoje kurzu společnosti Fortuna Entertainment Group
N.V.**

Michal Neškudla

© 2016 ČZU v Praze



Česká zemědělská univerzita v Praze
Provozně ekonomická fakulta
Katedra obchodu a financí

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Autor práce:	Bc. Michal Neškudla
Studijní program:	Hospodářská politika a správa
Obor:	Podnikání a administrativa
Vedoucí práce:	Ing. Daniela Pfeiferová
Název práce:	Využití fundamentální akciové analýzy při odhadu vývoje kurzu společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.
Název anglicky:	Fundamental Analysis of Fortuna Entertainment Group N.V.
Cíle práce:	Cílem práce bude na základě fundamentální akciové analýzy odhad kurzu zvoleného titulu Fortuna Entertainment Group N.V. obchodovaného na Burze cenných papírů Praha. Cílem literární rešerše bude charakteristika akcií a charakteristika fundamentální akciové analýzy.
Metodika:	Teoretická část práce bude zpracována metodou komparace poznatků z literatury a ostatních citovaných zdrojů. Praktická část bude zpracována pomocí fundamentální akciové analýzy. U zvoleného titulu bude provedena globální analýza, odvětvová analýza a analýza konkrétní akciové společnosti. Podle zvoleného modelu bude proveden odhad vnitřní hodnoty akcie a porovnán s aktuální tržní cenou akcie.
Doporučený rozsah práce:	60 - 80 stran
Klíčová slova:	Akcie, analýza, model, jmenovitá hodnota, vnitřní hodnota, kurz, vnitřní hodnota, tržní cena.
Doporučené zdroje informací:	1. DURČÁKOVÁ, MANDEL. Mezinárodní finance. 4. vyd. Praha: Management Press, 2010 2. KING, B. Market and Industry Factors in Stock Price Behavior. Journal of Business, 1966 3. REVENDA, Zbyněk, a kol. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 4. vyd. Praha: Management Press, s.r.o., 2011 4. MACÁKOVÁ, Libuše. Mikroekonomie: Základní kurs. 11. vyd. Praha: Melandrium, 2009 5. MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011, 6. VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2011, 7. WOJTYLA, H.L. Investment Strategy, Rosenkrantz, Ehrenkrantz. Lyon and Ross, 1980 8. BERNSTEIN, P.L. The Curious History of Stock Prices and Interest Rates, 1979
Předběžný termín obhajoby:	2016/06 (červen)

Elektronicky schváleno: 14. 10. 2015
Ing. Helena Čermáková, Ph.D.
Vedoucí katedry

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci " Využití fundamentální akciové analýzy při odhadu vývoje kurzu společnosti Fortuna Entertainment Group N.V." jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne datum odevzdání

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval paní Ing. Daniele Pfeiferové za odborné vedení a konzultace při vypracovávání této diplomové práce.

Využití fundamentální akciové analýzy při odhadu vývoje kurzu společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.

Usage of Fundamental Stock Analysis for Estimation Future Price of Fortuna Entertainment Group

Souhrn

Tato diplomová práce je zaměřena na fundamentální analýzu akcie Fortuny na pražské burze cenných papírů. V úvodní kapitole je teoreticky představena akcie spolu s úvodním přehledem různých analýz. V druhé kapitole je zjišťován pomocí globální analýzy vliv makroekonomických veličin (HDP, inflace či úrokové sazby) na kurs akcie. Ve třetí kapitole jsou prozkoumány vlivy odvětví na vnitřní hodnotu akcie. V poslední, čtvrté části je poté firemní analýza a pomocí ní se vypočítána vnitřní hodnota akcie pomocí různých výpočetních postupů. Na závěr práce je pak celkové investiční doporučení týkající se akcií Fortuny.

Summary

This Master thesis deals with a fundamental analysis of Fortuna's shares on the Prague Stock Exchange. In the opening chapter is stock explained along with other types of analysis. In the following chapter thesis focuses on a global analysis, we will learn how macroeconomic variables (e.g. GDP, inflation and interest rates) influence the share price. In the following chapter we will study the effects of a branch on the intrinsic value of shares. In the third part we will calculate the intrinsic value of shares using various computational procedures. Finally, at the end of my thesis I give my personal recommendation about shares of Fortuna.

Klíčová slova: Fundamentální analýza, vnitřní hodnota akcie, P/E ratio, globální analýza, odvětvová analýza, firemní analýza, akcie, Fortuna

Keywords: Fundamental analysis, intrinsic value of share, P/E ratio, Global analysis, Sectoral analysis, Company analysis, stock, Fortuna

Cíl práce

Jedním z cílů této diplomové práce je charakterizovat společnost Fortuna Entertainment Group. Dalším cílem je ověření, zda se příslušné makroekonomické veličiny chovají v souladu s předpoklady uváděnými v odborné literatuře. Dále pak jednotlivě za globální, fundamentální i firemní část fundamentální analýzy vydat konkrétní investiční doporučení. Hlavním cílem této vědecké diplomové práce je na základě teoretických přístupů z odborné literatury vypočítat vnitřní hodnotu akcie a na jejímž základě vydat celkové investiční doporučení.

Metodika

Při psaní této diplomové práce byla vypracována fundamentální analýza shora. Jako zdroje dat byly použity data z České národní banky, českého statistického úřadu, Patrie či výroční zprávy společnosti Fortuna Entertainment Group N.V..

V úvodní kapitole jsou teoreticky rozebrány právní náležitosti akciových společností. Dále je poté podkapitola o realné možnosti koupit akcie. Děje se tak přes prostředníka, neboť fyzické osoby nemají přístup na burzu. Poslední podkapitola se týká různých investičních analýz, které se používají při ohodnocování akcií. Mezi základní typy patří fundamentální, technická a psychologická analýza. Dále je zde úvodně představena společnost Fortuna Entertainment Group N.V..

Druhá kapitola je věnována Globální části fundamentální analýzy. Zde jsou nejprve teoreticky rozebrány předpoklady vztahu vývoje akciových kurzů vzhledem k vývoji úrokových sazeb. Návazně pak prakticky přes korelace vypočítány korelační koeficienty. V intervalu $<-1;1>$ pak výsledná hodnota značí nepřímou či přímou závislost. Vypočtená závislost pak buď může potvrdit teoretické předpoklady, o směru a intenzitě závislosti, či může být vypočtená závislost slabší, nebo dokonce obráceného směru. Důvody pro tyto možnosti jsou různé, ale např. by to mohl být příliš krátký časový horizont. Vztah míry inflace spolu s vývojem akciových kurzů je velmi obdobně rozebrán v další podkapitole. Následuje pak vztah vývoje HDP spolu s akciovými kurzy. V této části globální analýzy nebyly korelovány stejné data, nicméně však HDP posunuté o 2Q dopředu. Akciové kurzy totiž předíhají zhruba o 6M reálný výstup z ekonomiky podle teorie. Vliv peněžní nabídky a zahraničního kapitálu na vývoj akciových kurzů je zhodnocen v dalších podkapitolách.

Předposlední podkapitola se věnuje politickým a ekonomickým šokům. Tyto překvapující události, které vznikají velmi nahodile a nepravidelně, ovlivňují aktuální tržní cenu akcie.

Politické, či ekonomické šoky mohou být buď negativní, či pozitivní. Jako poslední je v této kapitole závěrečné shrnutí všech předchozích závislostí spolu s investičním doporučením pouze za globální část fundamentální analýzy.

Třetí kapitola se věnuje odvětvové části fundamentální analýzy. Konkrétně je zde opět nejprve teoreticky nastíněn životní cyklus odvětví, kde se nacházejí v různém stádiu s charakteristickým růstem tržeb a potenciálem do budoucna. Dále je pak probrána citlivost na hospodářský cyklus, který rozlišuje firmy na cyklické, kterým s úpadkem ekonomiky padají i tržby. Neutrální, které nepociťují výkyvy ekonomiky a anticyklické, kterým naopak v době recese rostou tržby. V předposlední podkapitole je rozebrána role regulatorních orgánů, neboť není moc odvětví, které jsou regulovány více, než gambling. V další části je prakticky rozepsána historie společnosti spolu s vlastnickou strukturou a jejím řízením. Dále pak strategie distribučních cest. Samostatnou kapitolou je také sponzoring, který firma investující do sportu musí prokazatelně mít. Jedno z nejdůležitějších oddělení společnosti je bezesporu risk management, který je popsán v následující podkapitole. Personální politika firmy, která má velký počet zaměstnanců, má také svoji část v této DP. Předposlední částí jsou pak nejnovější dostupné finanční indikátory z roku 2014. Poslední podkapitola opět patří celkovému shrnutí odvětvové části fundamentální analýzy včetně investičního doporučení.

Čtvrtá kapitola – firemní fundamentální analýza je pak závěrečnou kapitolou samotné práce. V úvodní podkapitole jsou krátce rozebrány metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. V další části jsou teoreticky rozebrány předpoklady dividendového diskontního modelu a zároveň také jednotlivých proměnných tohoto modelu. V další části jsou pak konkrétní číselná vyjádření vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu – a to konkrétně Gordonova modelu. Jedná se například také o výpočet požadované úrokové míry přes CAPM model. Výsledky jsou pak porovnány s aktuální cenou na burze a podle toho, jestli je aktuální tržní cena pod, či nad, je pak doporučeno investiční doporučení. Další číselné vyjádření obstarají ziskové modely, jako například P/E ratio. Zde je několik typů těchto modelů jako např. běžné P/E ratio, Sharpovo P/E ratio, či normální P/E ratio. Pro tento typ modelů se neporovnává nic s cenou na burze, ale porovnávají se tyto různé P/E ukazatel mezi sebou. P/E ratio totiž nevypočítává vnitřní

hodnotu akcie, ale jedná se o tržní cenu akcie podělenou čistým ziskem na akcii. P/BV ratio je další ze ziskových modelů, který, na rozdíl od P/E ratia, počítá vnitřní cenu akcie, která je opět porovnána s tržní cenou na burze. Poslední částí je zde opět závěrečné shrnutí firemní části s investičním doporučením.

V závěru práce je celkové investiční doporučení, které je společné za globální, odvětvovou i firemní fundamentální analýzu. Jedná se tedy o nákup, v případě, že je aktuální tržní cena pod vnitřní hodnotou. V případě, že je tomu naopak, je investiční doporučení prodej.

Obsah

1 Úvod do teorie	8
1.1 Poptávka po investičních instrumentech.....	8
1.2 Právní náležitosti akciové společnosti	9
1.3 Investiční analýzy	12
2 Globální fundamentální analýza.....	19
2.1 Vztah úrokových sazeb a akciových kurzů.....	19
2.2 Vztah inflace a akciových kurzů.....	22
2.3 Vztah vývoje HDP a akciových kurzů.....	25
2.4 Vliv změn peněžní nabídky na vývoj akciových kurzů.....	26
2.5 Zahraníční kapitál a jeho vliv na akciové kurzy	28
2.6 Politické a ekonomické šoky	29
2.7 Závěrečné shrnutí fundamentální globální analýzy	29
3 Odvětvová fundamentální analýza	31
3.1 Životní cyklus odvětví	31
3.2 Citlivost na hospodářský cyklus	32
3.3 Tržní struktura odvětví.....	33
3.4 Role regulačních orgánů	34
3.5 Praktická část odvětvové analýzy	35
3.5.1 Životní cyklus odvětví	35
3.5.2 Citlivost na hospodářský cyklus	35
3.5.3 Tržní struktura odvětví:	36
3.5.4 Role regulačních orgánů	37
3.6 Historie, služby a produkty společnosti Fortuna	38
3.6.1 Historie Fortuny.....	39
3.6.2 Distribuční cesty:	40
3.6.3 Sponzoring.....	42
3.6.4 Risk management.....	42
3.6.5 Lidské zdroje.....	44
3.6.6 FINANČNÍ INDIKATORY 2014	45
3.7 Závěr odvětvové analýzy	51
4 Firemní fundamentální analýza.....	52
4.1 Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie	53
4.2 Dividendové diskontní modely	53
4.3 Ziskové modely.....	56
4.3.1 P/E ratio	56
4.3.2 P/BV Ratio.....	59
4.4 Shrnutí firemní analýzy	60

Úvod

O problematiku finančních trhů se zajímám již delší dobu, a tak nebylo velkým překvapením, že jsem při výběru tématu pro mou diplomovou práci hledal v této oblasti. Nejvíce mě zaujala investory nejpoužívanější metoda ohodnocování akcií, a to fundamentální analýza. Vedle technické analýzy, která se používá při analýze na kratší časový horizont, teorie efektivních trhů, která říká, že nejsou žádné nadhodnocené a podhodnocené akcie a vedle analýzy psychologické, jenž razí teorii, že investování se řídí emocemi, se fundamentální analýza v investorské praxi využívá k hledání správné vnitřní hodnoty akcie. Říkal jsem si, proč nezkusit teoretické znalosti získané při studiu použít také v praxi a vyzkoušet si, jak se provádí konkrétní ohodnocování. Jako firmu, kterou bych chtěl ve své práci analyzovat, jsem si po chvíli zvažování vybral titul z Pražské burzy. Rozhodl jsem se pro Fortunu, a to z důvodu velkého zájmu o odvětví hazardu.

Tato práce je členěna do tří částí, přičemž každá z nich představuje a popisuje jednu část fundamentální analýzy. První kapitola je zaměřena na globální analýzu, která určuje vliv makroekonomických veličin jako je například HDP, úrokové sazby či inflace na cenu akcie.

V další, v pořadí druhé, kapitole bude prozkoumáno odvětví kurzových sázek v České republice a dalších zemích, kde bude zkoumána pozice z pohledu životního cyklu odvětví, citlivosti odvětví na hospodářský cyklus, či role regulatorních orgánů. Dále pak předpovím možný budoucí scénář vývoje.

Ve třetí části práce, která se zabývá firemní analýzou, kde pomocí základních přístupů k výpočtu „správné ceny“ akcie prostřednictvím různých modelů, jako je například dividendový diskontní model, model nadměrného výnosu, či kupříkladu P/E ratio, spočítám vnitřní hodnotu akcie a bude vydáno doporučení, a to koupit, držet, nebo prodat.

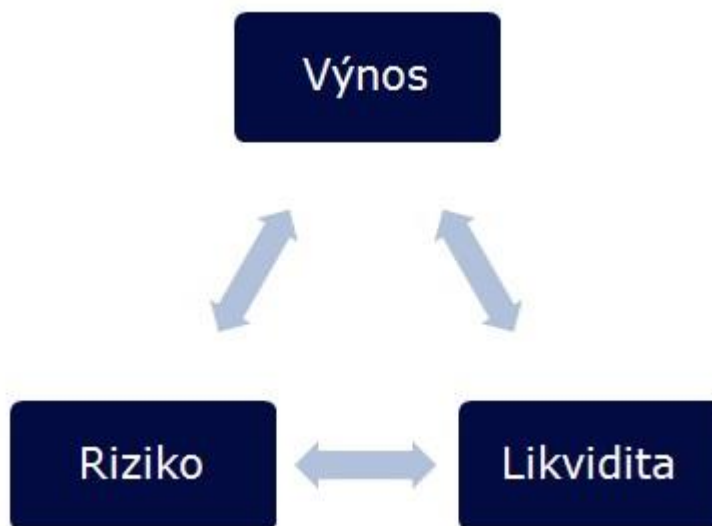
Na závěr každé kapitoly je pro názornost a lepší pochopitelnost zpracováno shrnutí výsledků a porovnání s teoretickým očekáváním. Na závěr celé práce jsou přehledně zformulovány celkové výsledky mého zkoumání. Všechny kapitoly obsahují jak teoretickou část, tak praktické ověření. Pevně doufám, že náplň práce bude korespondovat s vytyčeným cílem a tato práce bude přínosem pro budoucí účely.

Tato diplomová práce je založena na mé bakalářské práci z roku 2013.

1 Úvod do teorie

1.1 Poptávka po investičních instrumentech

Každý rozumně uvažující člověk se při rozhodování svých peněz rozhoduje podle svých priorit. Při výběru své investice by se měl rozhodovat podle svých aktuálních požadavků podle toho, co od dané investice čeká. Pro podložení těchto myšlenek se ve finančním světě používá tzv. magický investiční trojúhelník. Ve vrcholech tohoto trojúhelníku se nacházejí následující veličiny: riziko, výnos, likvidita.



Obrázek 1-1 Investiční trojúhelník

Zdroj: Patria

Naprosto každá investice ve finančním světě se dá zobrazit někde v tomto trojúhelníku. Jak již z obrázku vyplývá, nikdy se nemůže stát, že by investice měla vysoký výnos, nízké riziko a velkou likviditu. Veličiny výnos a riziko jsou naprosto přímo úměrné veličiny u všech produktů. Tato práce je zaměřena na ohodnocování akcií, takže pokud bychom chtěli najít bod, který by odpovídal přímému investování do akcií, tak tam bude relativně vysoké riziko společně s přímo úměrně velkým výnosem. Likvidita této investice by velmi záležela na tom, do jaké společnosti by měla investice směřovat. Společnosti kótované na burzách mají vysokou likviditu. Je to z důvodu znalosti aktuální ceny konkrétní akcie a spousta zájemců o akcie (ovšem za jakou cenu) je připravena je okamžitě koupit. Vzhledem k ostatním investičním možnostem je vidět, že přímé investování do akcií je

velmi riskantní a investor by se měl připravit na velký pokles ceny jeho investice v relativně krátké době. Investoři to nicméně vědí a proto investují do akcií své zbytné peněžní prostředky, které by v případě velmi nepříznivé situace na finančních trzích mohli postrádat a neutrpěly by jejich základní životní potřeby.

Výnosová míra

Jako nejviditelnější a nejdůležitější veličinou při investici je považována výnosová míra. Zde je ovšem velký problém znát skutečnou výnosovou míru. Drtivá většina investičních příležitostí ji má nejistou a proto se tedy ve výpočtech často počítá s očekávanou výnosovou mírou. Další možností je použití historické úrokové míry.

Riziko

Rizikem se všeobecně myslí, že budoucí výsledek se liší od předpokládaného. Některé teorie hlásají, že pokud je skutečný výsledek lepší než očekávaný, nejedná se o riziko v pravém slova smyslu. Při výpočtech se jako riziko bere směrodatná odchylka historických úrokových měr. Riziko se velmi často chápe jako volatilita výnosové míry investičního instrumentu.

Likvidita

„Likviditou rozumíme schopnost přeměnit investiční instrument na disponibilní peněžní prostředky s minimálními finančními a časovými náklady.“¹ Z toho důvodu má např. platební karta nižší likviditu než peníze v hotovosti, neboť se s ní nedá platit úplně všude.

1.2 Právní náležitosti akciové společnosti

Znakem akciové společnosti je zkratka „a.s.“, případně „akc. spol.“ přičemž výše základního kapitálu akciové společnosti je alespoň 2 000 000 Kč. K založení společnosti se vyžaduje přijetí stanov. Ten, kdo přijal stanovy a podílí se na úpisu akcií, je zakladatel. Při založení společnosti můžou původní upisovatelé vložit peněžní, či nepeněžní vklad do společnosti. V případě nepeněžního vkladu se musí ocenit od znalce.²

¹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011, s. 267. ISBN 978-80-86929-70-5.

² *Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích*. In: . Praha, 2012, ročník 2012, číslo 90.

Akcie

Akcie je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.³

Akcie obsahuje

- a) označení, že jde o akcii,
- b) jednoznačnou identifikaci společnosti,
- c) jmenovitou hodnotu,
- d) označení formy akcie, ledaže akcie byla vydána jako zaknihovaný cenný papír, a
- e) u akcie na jméno jednoznačnou identifikaci akcionáře a
- f) údaje o druhu akcie, popřípadě i s odkazem na stanovy.

Český právní řád rozděluje dvě skupiny formy akcií. Buď mohou být vydány na řad, nebo na doručitele. Akcie, které jsou vydány na řad, se označují jako akcie na jméno. Akcie na doručitele se potom berou jako akcie na majitele. Toto rozdělení akcií do dneška vzbuzuje velké pohoršení mezi mnohými lidmi. Pokud jsou akcie na majitele v listinné podobě, tak není vůbec jasné, kdo tyto společnosti vlastní. Velký problém připadá v úvahu, kdy firmy s takto netransparentními vlastníky soutěží ve výběrových řízeních o státní zakázky. Jak jistě všichni vědí, tak tyto výběrové řízení jsou velmi často zkorumpované a je často již dopředu rozhodnuté, kdo danou zakázku vyhraje. Poté je velké riziko, že firmy s akciemi na majitele vyhrávají tyto úmyslně předražené zakázky a peníze daňových poplatníků se ztratí „někde na Panenských ostrovech“.

V nedávně tobě se zvedla velká vlna nevole proti takovému tunelování státu, takže vláda přijala nové opatření, které začalo platit od 1.1. 2014. Toto opatření říká, že veškeré listinné akcie nesmí být dále v platnosti. Držitelé těchto akcií měli možnost se do 31.12.2013 rozhodnout, jakou možnost změny akcie zvolí. Buď mohli transformovat akcie na majitele na akcie na jméno, čímž by společnosti odkryly vlastnickou strukturu, nebo mohli změnit podobu akcií z listinné na zaknihovanou, kde se v Centrálním depozitáři cenných papírů dá zjistit, kdo je majitel těchto akcií. Poslední možností bylo uchovat listinné cenné papíry v bankovní úschově, kde by se ovšem ale opět zjistilo, kdo tyto akcie

³ Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. In: . Praha, 2012, ročník 2012, číslo 90.

skutečně vlastní. Pokud se vlastníci z různých důvodů nestihli rozhodnout do konce roku 2013 tak pro ně platí první možnost.

Další dělení akcií je na kmenové a prioritní. Kmenové akcie jsou „normální“ akcie společnosti, se kterými není spojeno žádné speciální právo. Naproti tomu prioritní akcie jsou takové, kde je předurčeno přednostní právo na podíl na zisku či na likvidačním zůstatku.

Rozhodný den

Tento den je speciální pro držitele akcií. Platí pravidlo, že kdo vlastní akcie k rozhodnému dni, má nárok na dividendu za minulé období. V České republice je zvykem mít rozhodné dny na jaře a poté na začátku léta vyplácet dividendy za loňský rok. Naproti tomu v USA se vyplácejí dividendy např. 2x ročně. Vždycky za půlroční období. Další možností, kdy se rozhodný den uplatňuje je rozhodný den pro účast na valné hromadě. Při tomto platí stejné podmínky jako při dividendách.

Orgány společnosti:

Valná hromada

Jedná se o nejvyšší orgán akciové společnosti. Na valné hromadě akcionáři vykonávají své právo podílet se na řízení společnosti. Valnou hromadu svolává představenstvo firmy a to minimálně 1 krát za účetní období. Aby byla valná hromada usnášeníschopná, musí být přítomni akcionáři o minimálně 30% hodnotě všech akcií. Členové představenstva se vždy účastní valné hromady. Členovi představenstva musí být uděleno slovo, kdykoliv o to požádá.⁴

Představenstvo

Statutárním orgánem společnosti je představenstvo. Je také velmi důležitou součástí společnosti, neboť řídí její chod. Členové představenstva jsou voleni a odvoláváni na základě hlasování na valné hromadě. Předseda představenstva je volen a odvoláván členy představenstva.

⁴ Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. In: . Praha, 2012, ročník 2012, číslo 90.

Dozorčí rada

Dozorčí rada dohlíží na výkon působnosti představenstva a na činnost společnosti. Pokud se nestanoví jinak, tak má 3 členy. Co se týče tohoto orgánu akciové společnosti, je zde velký problém u států zcela či z části vlastněných společností, že do dozorčích rad politici dosazují buď politiky, které je třeba „uklidit“ a najít pro ně nějaké místo. Toto se velmi často označuje jako tzv. trafiky. Druhou možností jsou lidi, kterým je potřeba něco „dohodit“ za nějakou protislužbu. Velmi často se tedy stává, že v dozorčích radách například zdravotních pojišťoven jsou osoby, které o zdravotnictví nic neví, ale jsou ze správné politické strany. Velmi vážnou otázkou je jak tyto osoby dokáží kvalifikovaně odhadnout a zkontrolovat, jaké důsledky budou mít kroky představenstva.

1.3 Investiční analýzy

Během let, kdy se lidé snažili o ohodnocování akcií se vykrystalizovaly 4 rozdílné přístupy k ohodnocování akcií. Každý přístup má své výhody i nevýhody a je vhodný jen pro některé situace z hlediska např. časového období či cíle analýzy. Jako hlavní cíl nákupu akcií se všeobecně požaduje kapitálový zisk. Další možností zisku jsou vyplacené dividendy. V České republice jsou dividendy vysoké oproti jiným zemím.

Fundamentální analýza

Fundamentální akciová analýza je základním přístupem k analyzování pohybů cen akcií. Tato metoda je vhodná na delší časové úseky v horizontu např. měsíců. Analytici se snaží o porovnání tržní ceny akcie s cenou odpovídající ceně podle fundamentální analýzy – vnitřní hodnoty - tzv. „správné ceny. Po výpočtu správné ceny akcie zbývá porovnat námi vypočtenou cenu s aktuální cenou na burze. V případě, že je aktuální cena na burze nižší, než vnitřní hodnota akcie, nákup akcií je gická cesta s tím, že je očekávaný vzestup ceny akcie. Pokud je aktuální tržní cena akcie vyšší než vnitřní hodnota akcie, je doporučený prodej této akcie, neboť je očekáván pokles ceny akcie.

Technická analýza

Technická analýza má naprosto odlišný přístup k doporučení pokynů koupit/prodat. Je založena na veřejných tržních datech jako např. technické indikátory, objemy obchodů či tržní ceny akcií. Analytici zastávající názor, že pouze tyto indikátory jsou cenotvorné a stačí k predikci nákupního či prodejního doporučení. Prognózování krátkodobých

cenových pohybů je hlavní cíl technických analytiků. Zaměřují se na změny tržních cen jako indikátory nabídky a poptávky. Nevypočítává se tedy zde žádná vnitřní hodnota akcie a to z důvodu převažujícího názoru, že to je velmi obtížné až nemožné. Technická analýza se využívá na krátkodobé změny například v horizontu sekund, minut či hodin. Technická analýza na půl roku by byla absolutně nevypovídající.

Dowova teorie

Tato teorie předpokládá, že většina akcií se chová stejným způsobem a proto by bylo možné znázornit celkový trh prostřednictvím indexů. Mezi body, které jsou základem jeho teorie patří:

Indexy odrážejí všechny relevantní informace

změny cen akciových kurzů se skládají ze tří subskupin:

- primární trend (měřený v letech),
- sekundární trend (měřený v měsících)
- terciální trend (měřený v dnech).

Rozděluje chování akcií na 2 skupiny. Pokud trh roste, říká se, že se jedná o tzv. býčí trh. Pokud trh klesá, jedná se o tzv. medvědí trh.

Pro býčí trh jsou vidět 3 různá období. Pro medvědí trh platí to samé, ale naopak.

1. Obchody jsou vyvolány na bázi neveřejných informací. V této skupině investuje pouze omezené množství investorů, neboť přístup k takovýmto informacím je značně omezený. Zde je největší prakticky zaručený zisk. Tzv. insider obchodování je zakázaný typ obchodování založený na tom, že daný investor ví něco neveřejně dříve, než se to oficiálně dozví trh a přizpůsobí tomu své obchody. Dá se to ovšem velmi těžce prokázat.
2. Zkušení investoři provádějí své pokyny v této fázi mezi prvními a realizují tak velké zisky. Jedná se o tzv. smart money, které dle svých zkušeností a instinktů investují v začátku trendu.
3. Poslední fáze je taková, kdy nakupují „všichni“, ovšem za vyšší ceny. V této fázi už cena roste rychle a hrozí vytvoření případné bubliny. Zkušení investoři na konci této fáze opět prodávají, neboť očekávají změnu trendu.

Změna trendu nastává v případě, že rostoucí býčí trh přestane stoupat a začne klesat a změni se na klesající medvědí trh. Zprávy o celkových objemech jsou více než napovídající co se týče změn trendu.

Grafické metody

Grafické metody čerpají z minulosti a jsou založeny na neustále se opakující historii. Analytik se snaží ve formacích objevit různé prodejní nebo nákupní signály. Formace se dělí na dvě základní skupiny. První skupinou jsou formace, které potvrzují trend. Do této skupiny patří například „trojúhelníková formace“ či „vlajka“. Naopak formace, které vedou ke změně trendu, jsou „V-formace“, „hlava-ramena“ či „M-W formace“.

Psychologická analýza

Jelikož je investiční rozhodnutí subjektivní, je zde ve velké míře zastoupen lidský faktor. Přirozená touha investora po zisku je ovlivňována emocemi. Každodenně na trhu působí psychologické jevy. Tato analýza je spíše doplňkovou analýzou k fundamentální a technické analýze. Psychologická analýza se nezaměřuje na cenný papír, ale na investora jako takového a vnímá jeho lidský faktor. Teorie spekulativních bublin například uvádí davové šílenství při zkupování nějakého „horkého“ tipu. V tomto případě jdou racionální myšlenky stranou, všichni kupují a cena se šroubuje nahoru. Jediné východisko z této bubliny je velmi rychlý výrazný pokles ceny v době, když už nepřicházejí další zájemci. Mezi další známé teorie patří například Le Bonova psychologie davu, Kostolanyho investiční psychologie či Keynesova investiční psychologie.⁵

Teorie efektivních trhů

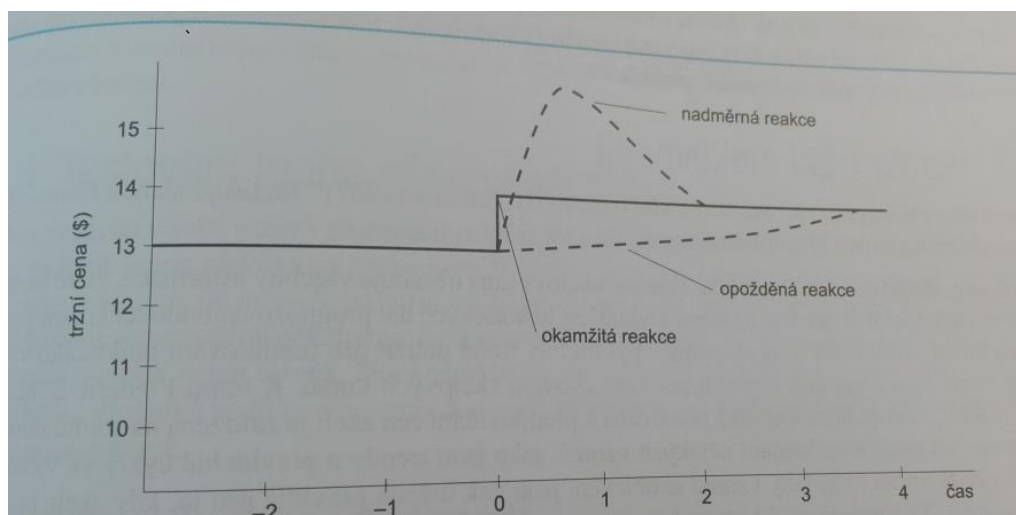
Tato teorie je alternativní k 3 předchozím. Teorie efektivních trhů předpokládá, že kurzotvorné informace jsou již obsaženy v ceně akcie a vnitřní hodnota akcie se rovná aktuální ceně na trhu. V důsledku toho samozřejmě není možné nalézt podhodnocené či nadhodnocené tituly. Tato teorie má ovšem několik více či méně reálných předpokladů. Mezi ty nejdůležitější patří rychlé a přesné reagování investorů na nové informace, likvidní

⁵ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 461-497. ISBN 978-80-7357-297-6.

trh, nízké transakční náklady a neustálé oceňování cenných papírů. Po splnění těchto předpokladů jsou základní charakteristiky této teorie následující⁶:

- **Akciové kurzy rychle přijímají nové cenotvorné informace**

Poté, co se nějaká informace stala veřejnou tak se okamžitě projevila v ceně akcie. Následující graf ukazuje rozdíl ve změně ceny akcie na efektivních a neefektivních trzích.



Obrázek 1-2 Změna ceny akcie na různě efektivních trzích

Zdroj: MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011, s. 283. ISBN 978-80-86929-70-5.

- **Změny tržních cen jsou náhodné**

Všechny známé informace jsou v kurzu již obsaženy, takže se kurs mění pouze podle neočekávaných nepředpokládaných informací. Z toho důvodu se změny akciového kurzu nedají předpovídat a kurzy se řídí tzv. náhodnou procházkou.

- **Selhávají jednotlivé obchodní strategie**

Z důvodu neexistence podhodnocených cenných papírů zde nemůže být nalezen nějaký systém na výběr akcií. Podle tohoto bodu tedy platí, že zisky z akciových investic jsou náhodné.

- **Srovnatelné výsledky investorů**

⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011, s. 282. ISBN 978-80-86929-70-5.

Pokud na trhu neexistuje obchodní strategie, která by byla dlouhodobě úspěšná, tak platí, že by zisky investorů měly být v dlouhém období přibližně stejné.

Tržní forma efektivnosti

Akciové trhy mají rozdílnou formu tržní efektivnosti. Pokud se jedná o slabou formu tak tato forma znamená, že aktuální akciový kurs obsahuje všechny informace, které lze získat z historických dat. Středněsilná znamená, že aktuální kurs obsahuje nejen historické data, ale i současné veřejné informace. Pokud se jedná o silnou, tak tam aktuální kurs obsahuje veškeré historické, současné veřejné i současné neveřejné informace.

Reálný nákup akcií

Pokud si fyzická osoba v České republice chce koupit akcie, tak tomu předchází splnění určitých podmínek. Za prvé nemůže sama obchodovat na burze, ale musí přes prostředníka, prostřednictvím jeho budou poskytnuty služby depozitáře. Mezi účastníky centrálního depozitáře patří velké české banky, pobočky zahraničních bank a dále například Česká národní banka či ministerstvo financí české republiky. Klient poté zajde do konkrétní banky s přáním o to, aby byl zastupován. Klient podepíše komisionářskou smlouvu, kde se banka zavazuje, že svým jménem bude jednat na účet klienta. Po podpisech je tedy klient prostřednictvím konkrétní banky napojen na depozitář a v internetové aplikaci-podobné jako internetové bankovníctví- může zadávat pokyny, které pak banka konkrétně realizuje. Majetkový účet, který má klient vytvořen u své banky má přiřazen jeden běžný účet, na který proudí odchozí platby z majetkového účtu. Na majetkový se dají vkládat posílat peníze z jakéhokoliv čísla účtu. Pokud jsou příchozí peníze EURa, tak majetkový účet je přiřadí k EURovému podúčtu a pro potenciální nákup v EUREch není tedy potřeba konverze. Poplatek na pražské burze, kde je obchodována například Fortuna, či další tituly jako ČEZ, Česká Spořitelna, Komerční banka atd. začíná na 40Kč a s rostoucím objemem degresivně roste. Bezpečnost při podávání pokynů je zajištěna buď přes TOKEN, nebo přes klasickou potvrzující SMSku.

Představení společnosti Fortuna

Fortuna Entertainment Group vznikla v roce 2009 a stala se největším středoevropským provozovatelem kurzových sázek. Z původně české společnosti se postupem času rozrostla

v holding, který nyní působí i na slovenském a polském trhu. Skupina trvale investuje do vývoje nových produktů a rozšiřuje stávající síť poboček a služeb.

Díky své dvacetileté historii je Fortuna zavedenou značkou na trhu kurzových sázek i mezi zákazníky. Během let se skupina vyprofilovala v lídra určování trendů v sázkovém sektoru. Důkazem je rychlý vzestup online sázení, které Fortuna Entertainment Group mezi prvními představila na Slovensku a následně i v Česku a Polsku. Klíčovou devizou společnosti jsou profesionální a zkušené bookmakeři, kteří se výborně orientují na lokálních trzích. Znalost sportů a sázkařského prostředí jim umožňuje nastavovat kurzy tak, aby společnost byla vysoce konkurenceschopná a zároveň atraktivní pro klienty, protože dobrý bookmaking umožňuje přijímat i vysoké sázky. Fortuna rovněž dává klientům jistotu rychlé výplaty výher.

Trh s kurzovým sázením ve střední Evropě je vysoce konkurenční a neskýtá přílišný prostor pro vstup dalších hráčů. Vyznačuje se desítkami etablovaných sázkových kanceláří, které mezi sebou bojují o podíl na trhu.

Pro rozvoj businessu v posledních letech bylo a stále zůstává klíčové postupné uvolňování lokálních legislativ v celém regionu ve smyslu povolení sázení prostřednictvím internetu. To umožnilo otevření nejenom nového prodejního kanálu, ale zároveň dává příležitosti k dalšímu zkvalitnění, rozvoji a rozšíření produktu v kontextu nabídky, stejně jako klientského servisu.

Význam online kanálu je pro podnikání v příštích letech klíčový, s rozvojem moderních informačních technologií roste význam nových uživatelských rozhraní v na všech dostupných mobilních platformách.

Mezi nejvýznamnější lokální konkurenty patří Tipsport, Chance, SynotTip či SazkaTip.

Fortuna Chce přinášet zábavu naim zákazníků, kteří mají rádi sport, sledují sportovní události, provozují sport jako koníček a sází na své oblíbené týmy.

Společnosti cílí zejména k upevňování pozice lídra na trhu s kurzovými sázkami v regionu střední Evropy. Úsilí a prostředky jsou vkládány do inovací, které zákazníci a akcionáře nenechají na pochybách, že Fortuna Entertainment Group je hlavním hybatelem trhu.

Fortuna Entertainment Group plně respektuje a dodržuje regulační normy na národní i evropské úrovni. Uvědomuje si potřebu regulace a i proto podporuje stabilní a transparentní legislativní prostředí, které umožňuje rovnou soutěž všech subjektů působících na trhu. V zemích působnosti je aktivním členem profesních asociací a spolupracuje s vládami a parlamenty na tvorbě legislativy vztahující se k oblasti kurzových sázek.

Fortuna Entertainment Group se hlásí k odpovědnému sázení a aktivně se účastní projektů, jejichž hlavním cílem je představení zodpovědného přístupu k sázení s důrazem na dodržování příslušné věkové hranice. Tento přístup skupina uplatňuje na všech trzích. Více informací o konkrétních aktivitách naleznete v sekci Odpovědnost.

Díky kurzovým sázkám na sportovní události je Fortuna Entertainment Group přirozeným partnerem sportovních klubů. Vedle tradičního sponzoringu společnost poskytuje finanční prostředky také hendikepovaným sportovcům a prostřednictvím grantů podporuje rozvoj regionálního sportu. Více informací o aktivitách naleznete v sekci Odpovědnost.⁷

⁷ Fortuna. *Fortuna Entertainment Group* [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.eu/cz/o_fortuna_group/strategie_a_hodnoty/index.html

2 Globální fundamentální analýza

Fundamentální analýza v této práci bude vedena „seshora“ – Analýza se vede od globální, přes odvětvovou, až k firemní. Globální fundamentální analýza se snaží o determinování akciových kurzů na základě makroekonomických veličin. Tento typ fundamentální analýzy dokáže vysvětlit velikost akciových kurzů z více než 50 %⁸

2.1 Vztah úrokových sazeb a akciových kurzů

Hodnota korelačního koeficientu mezi vývojem úrokových měr a akciových kurzů je podle některých studií -0,85⁹, což značí velmi negativní vztah. Při poklesu úrokových měr lze očekávat nárůst cen akciových kurzů a naopak. Pro vysvětlení tohoto vztahu se nabízejí některá vysvětlení.

První vysvětlení pramení z časové hodnoty peněz, konkrétně se jedná o diskontování budoucích příjmů z akcie na současnou hodnotu. Požadovaná výnosová míra investora, která se používá jako diskontní faktor, je ovlivňována úrokovými měrami. Podle následujícího vzorce je patrné, že růst úrokových měr implikuje zvýšení požadované výnosové míry, a to sníží hodnotu diskontovaných budoucích příjmů, které sníží správnou hodnotu akcie.¹⁰

Vzorec na výpočet čisté současné hodnoty

Rovnice 2-1

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

Kde

D_j, D_n je očekávaná dividendy na konci j-tého roku, resp n-tého roku

P_n je očekávaná cena akcie na konci n-tého roku

r je požadovaná výnosnost v %.

Druhé vysvětlení vychází z prvního, rozšířeného o poznatek, že v období růstu úrokových měr dochází k růstu výnosů na dluhopisovém trhu. Poptávka po dluhopisech se zvýší proti klesající poptávce po akciových titulech, čímž klesne jejich správná cena.

⁸ KING, B. *Market and Industry Factors in Stock Price Behavior*. Journal of Business, January 1966.

⁹ BERNSTEIN, P.L. *The Curious History of Stock Prices and Interest Rates*. 1979

¹⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2011, s.278-279. ISBN 978-80-7357-647-9.

Pro další vysvětlení je využit trh peněz, kde je cenou úroková míra. Vlivem růstu úrokové míry se stávají úvěry pro firmy dražší a některé projekty se z důvodu nerentability stanou neuskutečněními. Firmy mají následkem toho nižší zisky, na což správná cena akcie reaguje poklesem. Je logické, že při poklesu úrokové míry nastane opačná situace.

V České republice je klíčovou úrokovou mírou tzv. 2T REPO sazba. Jedná se o základní měnověpolitickou úrokovou sazbu ČNB, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím tzv. dvoutýdenních repo tendrů.¹¹ Od ní se odvíjí úročení úvěrů v komerčních bankách. Na každé změny 2T REPO sazby jsou velmi citlivé zvláště hypoteční úvěry. O 2T REPO sazbě rozhoduje sedmičlenná bankovní rada České národní banky, a to na svých pravidelných zasedáních 8x do roka. Situační zpráva, kterou dostanou členové bankovní rady s předstihem před jednáním, jim pomáhá při rozhodování před hlasováním. Pro změnu úrokových měr se musí většina bankovní rady (alespoň 4 členové) vyjádřit kladně. Pokud se tak nestane, platí automaticky předchozí úroková sazba. V době ekonomické recese jsou bankovní radou nastaveny nízké úrokové sazby, na což komerční banky reagují převážně snížením úrokových sazeb svých úvěrů. Tato tendence komerčních bank s sebou nese za následek podnícení investic. Naopak v době před vrcholem hospodářského cyklu jsou sazby nastaveny vysoko, z důvodu snahy bankovní rady České národní banky omezit inflační tlaky. 2T REPO sazba byla v nedávné době snížena bankovní radou ČNB hned třikrát. Dne 28.6.2012 byla snížena o 25 bazických bodů na 0,50%. O dalších 25 bazických bodů, tedy na 0,25%, byla sazba snížena 27.9.2012 s platností od 1.10.2012. Třetí snížení bylo ČNB ohlášeno 1.11.2012, a to o dalších 20 bazických bodů na úroveň 0,05%¹². Od této doby zůstala sazba nezměněna. Lze se domnívat, že k opakovanému snižování 2T REPO sazby v poslední době vedlo Českou národní banku snaha o rozhybání ekonomiky. V následující tabulce je přehled 2T REPO sazby v čase.

¹¹ ČNB. *ČNB snižuje úrokové sazby na rekordní minimum* [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2012/20121101_menove_rozhodnuti.html

¹² ČNB. *ČNB snižuje úrokové sazby na rekordní minimum* [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2012/20121101_menove_rozhodnuti.html

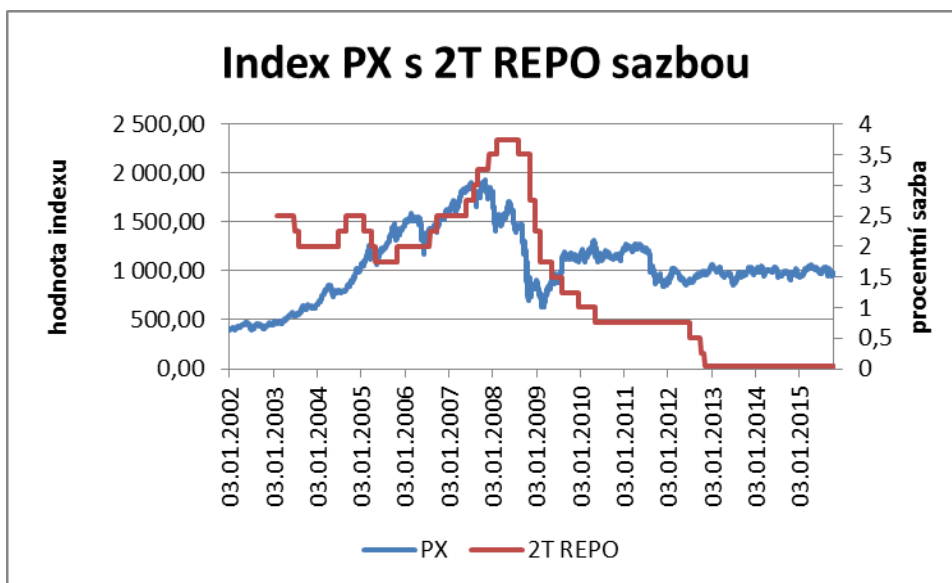
Tabulka 2-1 Přehled 2T REPO sazby

datum	31.1.03	26.6.03	1.8.03	25.6.04	27.8.04	28.1.05	1.4.05	29.4.05
2T REPO (%)	2,5	2,25	2	2,25	2,5	2,25	2	1,75
datum	31.10.05	28.7.06	29.9.06	1.6.07	27.7. 07	31.8.07	30.11.07	8.2.2008
2T REPO (%)	2	2,25	2,5	2,75	3	3,25	3,5	3,75
datum	8.8.08	7.11.08	18.12.08	6.2.09	11.5.09	7.8.09	17.12.09	7.5.10
2T REPO (%)	3,5	2,75	2,25	1,75	1,5	1,25	1	0,75
datum	29.6.12	1.10.12	2.11.12					
2T REPO (%)	0,5	0,25	0,05					

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

V následujícím grafu je zobrazena hodnota indexu pražské burzy spolu s aktuální výší 2T REPO sazby. Jako index je brán index PX, který je oficiálním indexem Burzy cenných papírů Praha. Index PX navazuje na index PX 50, který byl předchůdcem současného a to do roku 2006. Dividendové výnosy se do tohoto cenového indexu nezohledňují. Indexová báze se aktualizuje zhruba kvartálně, podle aktuálního vývoje, přičemž žádná ze společností nemůže přesáhnout 25%¹³

¹³ Úprava pravidel výpočtu indexů PX a PX-GLOB. BCPP [online]. 2010, [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Novinky/Detail.aspx?ka=2415>



Obrázek 2-1 Index PX s 2T REPO sazbou

Zdroj: Patria, ČNB, vlastní zpracování

Po provedené korelaci těchto dvou veličin nám vyšel korelační koeficient 0,40 což značí relativně středně silnou přímou závislost. Při prakticky nemožnosti dalšího poklesu 2T repo sazby je další pokles indexu defakto vyloučen. Původní předpoklad velmi negativního vztahu se tedy nepotvrdil. Jako vysvětlení je brán relativně krátké časové řady, či rozhodnutí investorů vkládat peníze do jiných aktiv. V době finanční krize, která zaujímá relativně velkou část grafu se mnoho investorů uchýlilo do tzv. “bezpečných přístavů” kde nakupovali například zlato, či švýcarské franky. Další vysvětlení by mohlo být použití např. 3M PRIBOR místo 2T REPO sazby.

2.2 Vztah inflace a akciových kurzů

„Mezi vývojem inflace a pohybem akciových kurzů byl identifikován rovněž negativní vztah, nicméně hodnoty korelačních koeficientů jsou mnohem nižší než v předchozím případě.“¹⁴ Jedním z důvodů je fakt, že požadovaná výnosová míra investorů je zpravidla v nominálním vyjádření, a tak při růstu inflace roste i ona.

Ústava ČR¹⁵ a zákon číslo § 2 zákona č. 6/1993 Sb.¹⁶ ukládají České národní bance jako její hlavní cíl starat se o cenovou stabilitu. ČNB se dále snaží o podporu hospodářské politiky

¹⁴ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 280. ISBN 978-80-7357-297-6.

¹⁵ Ústava České republiky. In: Hlava šestá, Česká národní banka. 1992. Dostupné z: <http://www.psp.cz/docs/laws/constitution.html>

¹⁶ Zákon o České národní bance. In: Zákon č. 6/1993 Sb. 1993. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon_o_cnb.pdf

vlády, ale pouze v případě, že tento cíl není v rozporu s cenovou stabilitou, jakožto jejím hlavním cílem. „V praxi se stabilitou cen rozumí zpravidla nikoli doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst“¹⁷. ČNB využívá k dosažení cenové stability cílování inflace, a to od začátku roku 1998.

„Významnými rysy cílování inflace je střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů. Bankovní rada ČNB při svém měnověpolitickém rozhodování posuzuje nejnovější prognózu ČNB a vyhodnocuje rizika nenaplnění této prognózy. Na základě těchto úvah pak bankovní rada hlasuje o tom, zda a jak by se mělo změnit nastavení měnověpolitických nástrojů.“¹⁸

Inflační cíl je od roku 2010 nastaven na 2%. ČNB usiluje o to, aby se skutečná inflace nelišila od té cílované o více než 1 procentní bod. Pro rok 2012 je specifický fakt, že od 1.1. se zvýšila snížená sazba DPH z 10 % na 14 %, přičemž základní sazba je nastavena na 20%. Od začátku roku 2013 se původně počítalo se sjednocením obou sazeb na 17,5 % což se ovšem neprosadilo. V platnost naopak vešly sazby 21% základní a 15% snížená. Od 1.1. 2015 vešla v České republice v platnost třetí sazba. Je to snížená sazba stanovená na 10 %, do které patří například léky, očkování, či knihy.¹⁹

V následující tabulce je zobrazena kvartální inflace spolu s čtvrtletními průměry akciového kursu Fortuny na BCPP. V tomto případě nám vyšel korelační koeficient -0,45. V tomto případě se podařilo potvrdit předpoklad.

Tabulka 2-2 Míra akcie

rok	kvartál	kurs akcie (Kč)	inflace (%)	rok	kvartál	kurs akcie (Kč)	inflace (%)
2010	Q4	98,4	1,1	2013	Q2	104,4	1
2011	Q1	102,4	1,5		Q3	99,2	0,2
	Q2	116,6	1,8		Q4	115,5	0,6
	Q3	105,85	1,8	2014	Q1	129,8	0
	Q4	94,0	2,4		Q2	129,5	-0,1
2012	Q1	97,8	2,7		Q3	125,8	0
	Q2	94,9	2,2		Q4	121,5	-0,1

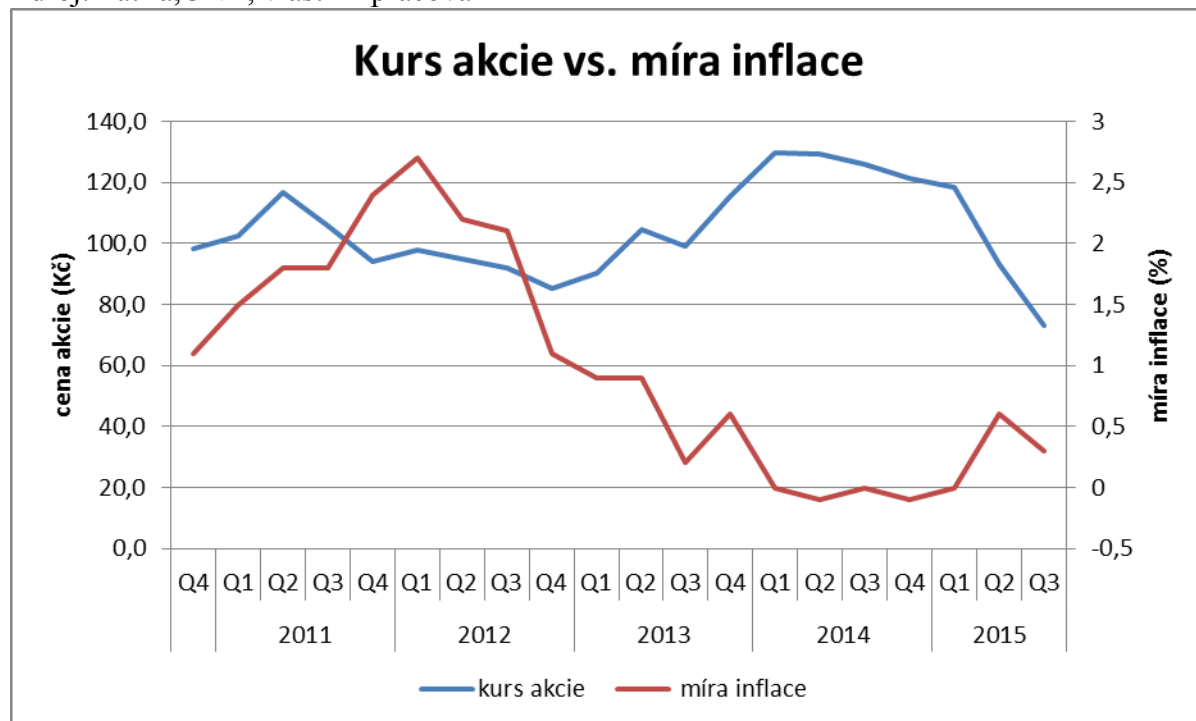
¹⁷ Úloha měnové politiky. ČNB. ČNB [online]. 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html

¹⁸ ČNB. Cílování inflace v ČR. ČNB. [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

¹⁹ Finanční správa DPH. Finanční správa [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/assets/cs/prilohy/d-seznam-dani/Informace-GFR-k-uplatneni-sazeb-DPH-od-1-1-2015.pdf>

	Q3	91,8	2,1	2015	Q1	118,3	0,0
	Q4	85,1	1,1		Q2	93,2	0,6
2013	Q1	90,4	0,9		Q3	73,3	0,3

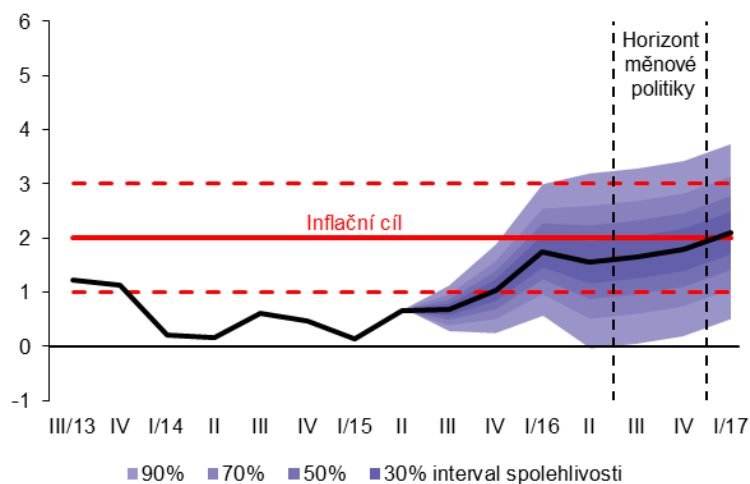
Zdroj: Patria, ČNB, vlastní zpracování



Obrázek 2-2 Kurs akcie vs. míra inflace

Zdroj: Patria, ČNB, vlastní zpracování

Na dalším obrázku ještě předpověď inflace podle ČNB.



Obrázek 2-3 Inflační predikce

Zdroj: ČNB

2.3 Vztah vývoje HDP a akciových kurzů

Tradičně bývá vztah mezi akciovými kurzy a reálným výstupem ekonomiky pozitivní. Existuje tady ovšem jeden velký problém, pro který je tento vztah neporovnatelný, neboť dle výzkumů analytické studie²⁰ bylo zjištěno, že akciové kurzy předbíhají výstup reálné ekonomiky o 3 až 9 měsíců. Jako vysvětlení je bráno, že investoři jednají na základě očekávaných zisků a marží.

Pro konkrétní příklad je následující tabulka s kvartálními údaji o HDP spolu s kurzy akciového kurz Fortuna z Pražské burzy. Jak již víme z teorie, kurzy akciového trhu jsou předbíhajícími indikátory, proto tento kurs posuneme o půl roku dopředu, abychom porovnávali vývoj HDP a akcií ve „stejném“ čase.

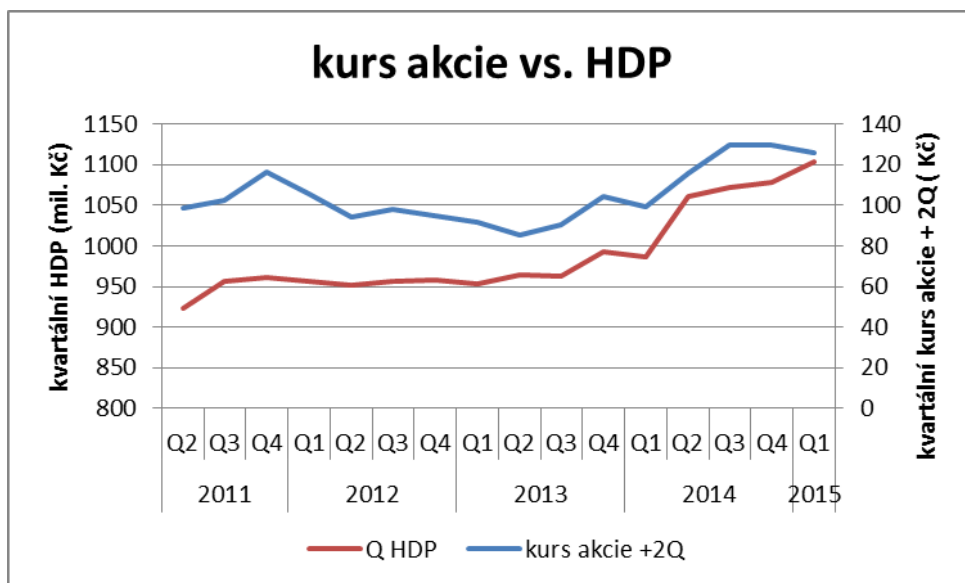
Tabulka 2-3 HDP

rok	kvartál	kurzy +2Q (Kč)	HDP (mil. Kč)
2011	Q2	98,4	923,7
	Q3	102,4	957,8
	Q4	116,6	961,1
2012	Q1	105,85	957,0
	Q2	94,0	951,7
	Q3	97,8	956,4
	Q4	94,9	957,4
2013	Q1	91,8	953,9
	Q2	85,1	964,2
	Q3	90,4	962,3
	Q4	104,4	993
2014	Q1	99,2	987,2
	Q2	115,5	1061,2
	Q3	129,8	1072,4
	Q4	129,5	1077,7
2015	Q1	125,8	1104,2

Zdroj: ČSÚ, Patria, vlastní zpracování

Korelační koeficient pro vliv HDP na cenu akcie vyšel velmi vysoký a to 0,95. To značí prakticky úplnou přímou úměrnost a potvrdily se tím teoretické předpoklady. Je ovšem potřeba dodat, že kurs Fortuny od Q2/2015 celkem výrazně klesl. Pro tyto data ještě nejsou z důvodu posunutí o 2Q- data o HDP.

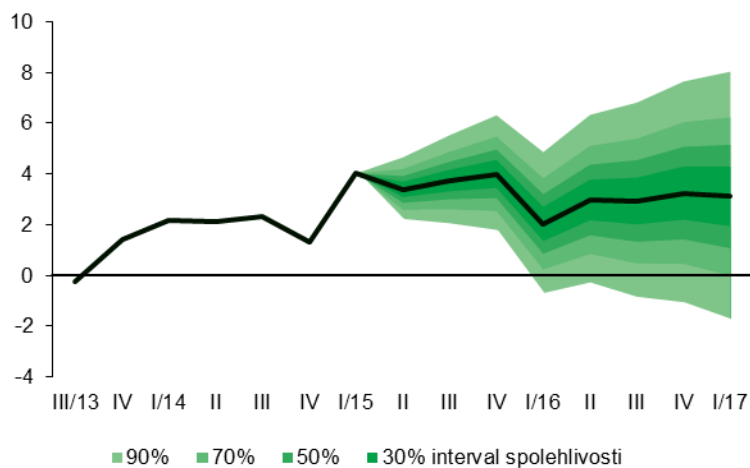
²⁰ WOJTYLA, H.L. *Investment Strategy*, Rosenkrantz, Ehrenkrantz. Lyon and Ross, May 1980, s.14



Obrázek 2-4 Kurs akcie vs. HDP

Zdroj: Patria, ČNB, vlastní zpracování

Opět ještě předpověď následující vývoje HDP podle ČNB



Obrázek 2-5 Predikce HDP

Zdroj: ČNB

2.4 Vliv změn peněžní nabídky na vývoj akciových kurzů

„Změna peněžní nabídky ovlivňuje akciové kurzy v krátkém období pozitivně. Přitom peněžní nabídka zde plní funkci předběhajícího indikátoru.“²¹ Trendy v posledních letech

²¹ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 284. ISBN 978-80-7357-297-6.

jsou ovšem slábnoucí, hlavně z důvodu změny v centrálním bankovníctví. Jsou různé vysvětlení pro tyto skutečnosti.²²

1. Efekt likvidity: Během růstu peněžní zásoby budou investoři investovat do luxusního zboží (tj. takové, které se kupuje při nadbytku peněz), mezi které patří i akcie. Při rostoucí poptávce budou růst i akciové kurzy. Pokles peněžní zásoby pak bude samozřejmě znamenat opak.
2. Další, v pořadí druhý efekt lze vysvětlit tak, že nárůst peněžní zásoby zapříčiní snížení úrokových měr, a následující vývoj bude stejný jako v kapitole o úrokových sazbách (při poklesu úrokových sazeb kurzy akcií rostou).
3. Vysvětlení posledního efektu se nabízí podobně jako v již zmíněné kapitole o úrokových sazbách, konkrétně se jedná o konkurenci mezi akciovým a dluhopisovým trhem.

V České republice plní funkci ukazatelů peněžní nabídky měnové agregáty, které jsou 4 a liší se od sebe likviditou. „Agregát M1 je definován jako oběživo a vklady na běžných účtech. Agregát M2 je agregát M1 rozšířený o termínové vklady a ostatní vklady v bankách. Agregát M2 se považuje za peněžní zásobu.“²³ V této práci je brán konkrétně agregátem M2, a to z důvodu jeho významnosti v ekonomice.

Tabulka 2-4 peněžní zásoba M2

		kurs akcie (Kč)	M2 (mil. Kč)
2010	Q4	98,4	2707985,5
2011	Q1	102,4	2673812,8
	Q2	116,6	2690130,5
	Q3	105,85	2739667,5
	Q4	94,0	2818680,2
2012	Q1	97,8	2830756
	Q2	94,9	2869554
	Q3	91,8	2868038,2
	Q4	85,1	2949574
2013	Q1	90,4	2968084,7
	Q2	104,4	2981373,1
	Q3	99,2	3012468,3
	Q4	115,5	3097920,2

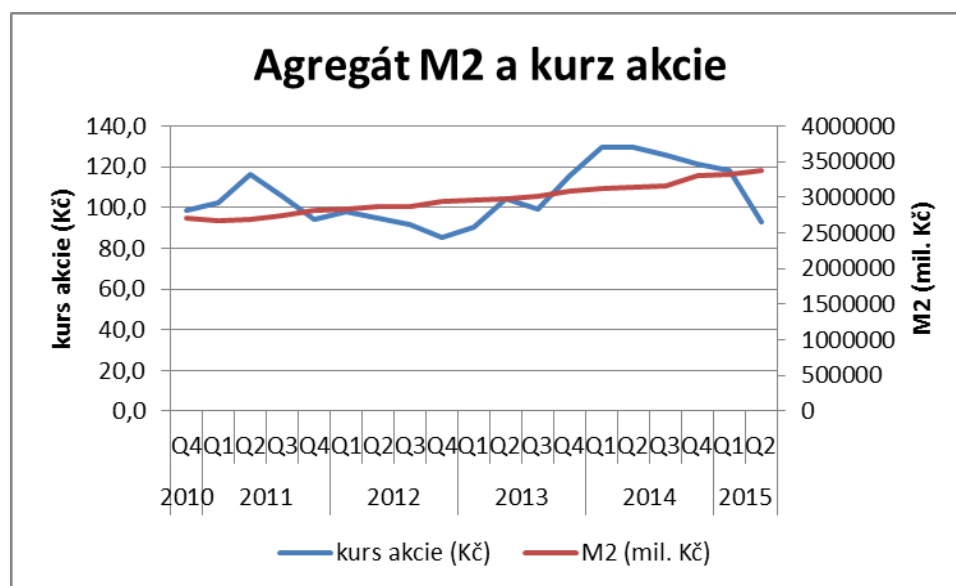
²² VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 284-285. ISBN 978-80-7357-297-6.

²³ REVENDA, Zbyněk, a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, s.r.o., 2005, s. 25-26. ISBN 80-7261-132-1.

2014	Q1	129,8	3126444,6
	Q2	129,5	3142213,6
	Q3	125,8	3171521,4
	Q4	121,5	3301158,4
2015	Q1	118,3	3332309,5
	Q2	93,2	3377484,5

Zdroj: ČNB

Korelační koeficient vyšel 0,41. To znamená, že se splnily předpoklady a jedná se o mírně silnou přímou úměrnost.



Obrázek 2-6 Agregát M2 vs. kurz akcie

Zdroj: Patria, ČNB, vlastní zpracování

2.5 Zahraniční kapitál a jeho vliv na akciové kurzy

V posledních letech nabývá pohyb zahraničního kapitálu na čím dál větším významu. Zahraniční diverzifikace se stala dnes již samozřejmostí ve většině portfolií investorů a nové trhy, z angličtiny tzv. „emergins markets“, jsou velkou potenciální příležitostí k rychlému růstu. Platební bilance, která zobrazuje příliv a odliv finančních prostředků, se rozlišuje na přímé a portfoliové investice. Pokud ovládaný podíl ve firmě, jejíž akcie jsou koupeny, je větší než 10%, jedná se o přímou investici. V případě nižšího podílu než 10% se jedná o investici portfoliovou.

Co se týče České republiky, tak je finanční účet dlouhodobě přebytkový s rostoucím trendem do roku 2002, poté začal klesat, ovšem byl stále přebytkový. V roce 2005 dosáhl čistý příliv zahraničních přímých investic 279,6mld Kč. Bylo to zejména z důvodu

menších reinvestovaných zisků rezidenty. Od roku 2008 je byl finanční účet ovlivněn finanční krizí.²⁴

Na kredibilitu České republiky mají vliv ratingové agentury, které ohodnocují kreditní riziko států. Mezi hlavní ratingové agentury patří Moody's, Standard & Poor's a také Fitch Ratings. Tyto agentury mají malinko různá hodnocení a výsledné stupně. Aktuální rating České republiky nabízí následující tabulka.

Tabulka 2-5 Rating ČR

Ratingová agentura	Ocenění (Rating)	Výhled
Moody's	A 1	Stabilní
Standard & Poor's	A +	Stabilní
Fitch Ratings	A 1	Stabilní

Zdroj: ČNB

2.6 Politické a ekonomické šoky

Šoky mají ze své podstaty a charakteristiky náhlý a nepříznivý dopad na změnu kurzu akcie z důvodů neočekávaných událostí, ať už politického, nebo ekonomického typu. Typickým příkladem politických šoků mohou být kupříkladu výsledky voleb, které jsou absolutně neočekávané, pád vlády, skandály týkající se vysokých představitelů politické scény (např. korupční skandály), naprosto nepredikovatelné politické rozhodnutí s výrazným dopadem na finanční trhy, nebo například Eurosummit s velmi překvapivým rozhodnutím. Mezi další příklady šoků se dá zařadit teroristický útok na New York i nedávnou válku a svržení režimu v Iráku.

Jako konkrétní případ politického šoku může být považována situace z 29.7.2015. V tento den vláda schválila zákony, které prosazují větší regulaci a zdanění hazardu. Fortuna tento den reagovala poklesem a o 2,5 %.²⁵

2.7 Závěrečné shrnutí fundamentální globální analýzy

V následující tabulce je přehled jednotlivých makroekonomických veličin spolu s očekávaným budoucím vývojem. V dalším sloupci je pak očekávaná změna kurzu. Je

²⁴ DURČÁKOVÁ, MANDEL. *Mezinárodní finance*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2010, s. 28. ISBN 978-80-7261-221-5.

²⁵ Ministerstvo financí České republiky. MFČR [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2015/vlada-schvalila-zakony-ministerstva-fina-22150>

potřeba si uvědomit, že na kurs akcie má vliv více veličin a nedají se tedy brát jednotlivě. V posledním sloupci jsou pak jednotlivá investiční doporučení, kde poměrně výrazně převládá doporučení „koupit“. Jako doporučení jenom za fundamentální analýzu bych tedy vydal doporučení „koupit“.

Tabulka 2-6 Závěrečné shrnutí

makroekonomická veličina a její očekávaný pohyb		zjištěný vztah	očekávaný pohyb akciového kurzu	investiční doporučení
↗	úrokové sazby	pozitivní	↗	koupit
↗	inflace	negativní	↘	prodat
↗	HDP	pozitivní	↗	koupit
↗	Peněžní nabídka	pozitivní	↗	koupit
↗	Pohyb zahraničního kapitálu	pozitivní	↗	koupit

Zdroj: vlastní zpracování

3 Odvětvová fundamentální analýza

Odvětvová fundamentální analýza, jak již vypovídá její název, se zaměřuje na odvětví, ve kterém působí daná ohodnocovaná společnost. Tato analýza se snaží vysvětlit vliv specifických faktorů na vnitřní hodnotu akcie. Mezi nejdůležitější faktory, jenž působí na vnitřní hodnotu akcie, patří citlivost odvětví na hospodářský cyklus, životní cyklus odvětví, role regulatorních orgánů a postavení firmy v tržním odvětví. Odvětvová fundamentální analýza vysvětluje zhruba 20% velikosti akciových kurzů.²⁶

3.1 Životní cyklus odvětví

Každá firma musí projít určitými fázemi rozvoje, kde finanční ukazatele, jako tržby nebo zisk, mají různý vývoj. Je nutné podotknout, že úspěšné firmy postupně absolvují všechny etapy tohoto rozvoje. Podle životního cyklu odvětví je možné vyčlenit 3 základní typy těchto fází. Pro přehlednost to vidíme na obrázku 3.1.



Obrázek 3-1 Životní cyklus odvětví

Zdroj: Jones, CH.P. *Investments: Analysis and Management*, John Wiley and sons, 1994.s.365

Pionýrská fáze, která nastává jako první v pořadí, se značí tím, že růst poptávky je tažen novými produkty, dosud nezavedenými na trhu, té které firmy. Pro tuto fázi je typické, že

²⁶VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 291. ISBN 978-80-7357-297-6.

tržby i zisk jsou nadprůměrné. Tato situace však nemůže dlouho zůstat bez odezvy konkurence, která nebude jen nečinně přihlížet a bude se chtít připojit k atraktivním podmínkám na trhu. V důsledku zvyšujícího se počtu konkurentů v tržním prostředí musí firmy logicky snižovat své marže a další kritéria zisku. Často se stává, že firmy nejsou s to odolat útokům konkurence, následkem čehož je pro ně nemožné pokračovat v činnosti a zkrachují.

Firmy, kterým se i přes notné množství úskalí podařilo úspěšně přečkat pionýrskou fázi, se posunuly do další fáze, fáze rozvoje. Pro tuto fázi je typické, že zisky a tržby rostou rychleji. Firmy si budují svou pozici a jméno na trhu a mají tendenci zvyšovat své investice. Volatilita akciového kurzu již není tak velká jako v první, pionýrské fázi. Investice do firem, které se nacházejí blízko konce druhé fáze, již není zdaleka tak riziková jako v předchozí fázi, ovšem ruku v ruce s nižším rizikem přichází také horší výnosnost.

Poslední fází je fáze stabilizace, jenž s sebou přináší výrazné snížení volatility akciového kurzu, tržeb a zisku. V této etapě se nacházejí zavedené firmy, které mají velmi silné postavení na trhu a neustále čelí nové konkurenci z první a druhé fáze. Pro třetí fázi se hodí symbolické přirovnání o firmě ČEZ: „*Z mrštného tygra se stal nemotorný slon. Už od něj nemůžeme čekat skokově rostoucí zisky. Ale můžeme se spolehnout na jeho hmotnost a sílu.*“²⁷

3.2 Citlivost na hospodářský cyklus

Dá se očekávat, že ne všechny firmy jsou ovlivněny hospodářským cyklem stejně. Zisky, tržby a akciové kurzy jsou ovlivňovány podle citlivosti na hospodářský cyklus. Opět rozlišujeme 3 typy společností, podle míry citlivosti na hospodářský cyklus.

Cyklická odvětví: Společnost patřící do první skupiny se vyznačuje velmi těsnou závislostí mezi vývojem tržeb a hospodářskou situací. Během konjunktury jsou jejich zisky největší, neboť je velká poptávka po produktech těchto firem. V dobách recese, či dokonce krize klesá poptávka, neboť zákazníci nekupují luxusní, nové výrobky a spokojí se s levnějšími náhradami, nebo spotřebu úplně omezí. Mezi hodně citlivá odvětví na hospodářský cyklus patří zejména stavebnictví, automobilový průmysl, cestovní ruch atd.²⁸

²⁷ TRAXLER, Jan. Zlato, nebo ČEZ?. *Investujeme.cz* [online]. 2011, [cit. 2012-11-19]. Dostupné z: <http://www.investujeme.cz/zlato-nebo-cez/>

²⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s.294. ISBN 978-80-7357-297-6.

Neutrální odvětví: Je takové, kde hospodářský cyklus příliš neovlivní hospodářské výsledky firem. Jde většinou o zboží každodenní spotřeby, po kterém je poptávka neelastická, jako například pečivo, drogistické potřeby nebo dále sázení sportky, avšak do této skupiny také patří většina zboží, na které je uvalena spotřební daň, jako například benzín či alkohol.

Anticyklická odvětví: Toto odvětví je specifické tím, že nejvyšších tržeb dosahuje v období recese. Jde například o firmy, které se specializují na výrobu levnějších náhražek běžných produktů. Druhá skupina těchto firem může být taková, že spotřebitelé z důvodu nedostatku finančních prostředků upřednostní výrobky firem, které se zabývají prodejem zahrádkářských a kutilských potřeb, před dražší cestou k moři.

3.3 Tržní struktura odvětví

Z hlediska konkurence na straně nabídky jsou firmy na trhu v různých situacích. Podle velikosti a intenzity různých vlivů se určuje, o jaký typ trhu se jedná. Podle podmínek, které mají na trhu firmy tvořící nabídku se rozlišují dva základní typy konkurence. Konkrétně se jedná o dokonalou a nedokonalou konkurenci.

Dokonalá konkurence vychází ze základního předpokladu, že jsou naprosto totožné podmínky pro všechny účastníky na trhu. Prvním z požadavků na dokonalou konkurenční trh je podmínka stejné informovanosti všech účastníků trhu. Další požadavek je neexistence jakékoliv bariéry pro vstup do odvětví. Žádná z firem nemá možnost ovlivnit tržní cenu ekonomického statku, neboť nabízejí naprosto identické produkty. Avšak i tady je možnost dosáhnout zisku, a to v prostřednictvím minimalizace svých nákladů, konkrétně tak, že se firmy snaží stlačením nákladů při nezměněných cenách dosáhnout co nejvyšších marží. Vzhledem k požadovaným podmínkám, které dokonalé konkurenční prostředí charakterizují, je očividné, že toto prostředí je pouze ekonomickou teorií, která se v reálném životě nevyskytuje.²⁹

Nedokonalá konkurence jako forma tržní struktury odvětví se uplatňuje v reálném světě. Nedokonalá konkurence se dělí podle intenzity a typu na tři různé formy, přičemž každá z nich je mírně odlišná od ostatních forem.

Nejbližší „příbuznou“ dokonalé konkurence v praxi je monopolistická konkurence. Jedná se, stejně jako u dokonalé konkurence, o trh s jedním produktem. V této formě je produkt

²⁹ MACÁKOVÁ, Libuše. *Mikroekonomie: Základní kurs*. 10. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 31-45. ISBN 978-80-86175-56-0.

ovšem trochu jiný, než ostatní blízké produkty. Charakteristickým rysem je volný vstup na trh a, jak již bylo řečeno, diferencovaný produkt, jehož cena se u různých typů výrobků může lišit.

Za střední formu nedokonalé konkurence se všeobecně považuje oligopol. Nedokonalost konkurence v oligopolu je mnohem větší, než u předchozí, monopolistické konkurence. Poznávacím znamením oligopolu je několik málo výrobců nebo poskytovatelů služeb. Tyto firmy mají velkou ekonomickou sílu prosadit jejich vůli, například v omezení vstupu do odvětví. Cena pro spotřebitele je vyšší než u předchozích forem tržní struktury odvětví. Výrobci a poskytovatelé služeb mají možnost omezit nabídku, a tím donutit spotřebitele, aby tyto statky nakupovali za vyšší cenu.³⁰

Nejvyšší forma nedokonalosti konkurence na trhu se nazývá monopol. Tato situace nastane v případě přítomnosti jednoho jediného, unikátního výrobce určitého výrobku, bez jakéhokoliv konkurenta v odvětví. Je očividné, že tento producent má neomezenou moc nad spotřebitelem. Je otázkou plamenných diskuzí, jestli, jak, jakým způsobem a do jaké míry má být monopol regulován.³¹

3.4 Role regulatorních orgánů

Tato část zábavního průmyslu, která obsahuje kurzové sázení, loterii nebo hrací automaty není předmětem harmonizace Evropské unie a členské státy EU tak mají možnost stanovit podmínky. Nicméně regulace těchto aktivit již několikrát byla před Evropským soudem, nicméně soud rozhodl, že se nebude tento sektor brát jako další ostatní sektory, které nejsou státem regulovány. Je skutečně otázkou, zda by se měl tento sektor regulovat a jak hodně. Možné argumenty pro regulaci vycházejí z potřeby chránit spotřebitele- hráče. Jedná se o velmi rizikovou hru, kde závislost na hraní je velmi nasnadě. Již spoustu hráčů začínalo hrou o malé částky, přičemž se „rozehráli“ k daleko větším, a nezdá se, kdy prohráli vše, co měli a ještě něco víc. Člověk, který je frustrován prohrami vysokých částek peněz je pak psychicky ve velmi špatném stavu a jeho vztahy s ostatními lidmi, včetně jeho blízkých, jsou pak špatné. Veškerí provozovatelé mají na svých stránkách umístěné odkazy na „bezpečné hraní“ „responsible gambling“, kde je hráčům poskytována podpora v takovýchto případech. Otázkou však zůstává, když někdo prohraje velkou

³⁰ MACÁKOVÁ, Libuše. *Mikroekonomie: Základní kurs*. 10. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 31-45. ISBN 978-80-86175-56-0.

³¹ CHYTKOVÁ, Lucie. *Antimonopolní politika a regulace síťových odvětví*. Brno, 2010. Bakářská práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Martin Kvizda, Ph.D.

částku peněz, jestli ve zlosti a okamžité touze vsadí ještě větší částku, nebo si přečte zodpovědné sázení a přestane vsázet. Nezřídka kdy jsou pak vidět tikety za obrovské peníze na zápas, o kterém sázející nic neví, ale potřebuje prodělané peníze okamžitě vydělat zpět.

3.5 Praktická část odvětvové analýzy

Společnost Fortuna provozuje sázkové příležitosti v České republice, Slovensku, Polsku a Maďarsku. V porovnání se západní Evropou je v tomto regionu stále velký potenciál.

Tabulka 3-1 Demografická data

	Česká republika	Polsko	Slovensko	Maďarsko
Počet obyvatel (mil)	10,5	38,1	5,4	9,9
HDP (miliardy EUR)	157,3	396	73,6	100,5
HDP per capita (tis.EUR)	15	10,4	13,6	10,2
Míra inflace (%)	0,4	0,1	-0,1	0

Zdroj: Eurostat, MFČR

3.5.1 Životní cyklus odvětví

Co se týče životního cyklu, tak společnosti působící v oblasti kurzového sázení v regionu střední Evropy jsou ve fázi etapy pozdního rozvoje. Jelikož se na našem území první sázkové společnosti začaly objevovat v 90. letech, tak v ČR není tak dlouhý vývoj trhu s kurzovým sázením, jako naši západní sousedi. Prodejem společnosti Fortuna v roce 2005 Pentě přišel potřebný dodatečný kapitál na další investice. Stejně tak v roce 2010, kdy proběhlo úspěšné IPO na Pražské a Varšavské burze.

3.5.2 Citlivost na hospodářský cyklus

Pokud se jedná o citlivost na hospodářský cyklus, tak společnosti zabývající se kurzovým sázením patří do skupiny neutrálního odvětví. Na první pohled se může zdát, že lidé nemají v době recese takovou kupní sílu, nicméně platí staré české přísloví, že na alkohol, cigarety a hazard bude vždy.“ V době recese, kdy se ekonomice nedaří a lidé ztrácejí pracovní místa je dokázáno, že se obracejí na štěstí a daleko více věří v potenciální úspěch v sázení.

3.5.3 Tržní struktura odvětví:

Trh s kurzovým sázením společně s trhem stíracích losů se dá označit za oligopolově strukturovaný, neboť je zde pár silných hráčů, kteří ovlivňují trh. Dále je pak rozepsána konkrétní situace v zemích střední Evropy, kde je Fortuna zainteresována. Co se týče tržní struktury na trhu loterie, tak je to tzv. oligopol s cenovým vůdcem (Sazkou), která má přes 90%.

Česká republika:

Pokud jde o kurzového sázení, tak v České republice je trh složen primárně z 5 společností: Tipsport, Fortuna, Chance³², Sazka a SynotTip. Tipsport má nejvíce poboček, přičemž Fortuna drží dobré druhé místo. Sazka a SynotTip mají business postavený každý jinde a kurzové sázení jsou pouze doplněk služeb. Pokud je brána loterie, tak v České republice byl trh 100% kontrolován Sazkou od roku 1956. V květnu roku 2011 však společnost zbankrotovala a na trhu se hned objevili noví hráči, jako např. Fortuna, Tipsport atd. Společnost Sazka byla získána společnostmi PPF a KKCG na podzim stejného roku, kdy se jejich situace stabilizovala. Aktuálně Sazka zůstává hráčem číslo jedna, když je její podíl na trhu číselných loterií přes 90%. Druhá je Fortuna s tržním podílem kolem 5%. Dále pak Tipsportem (1%). V prosinci 2012 se KKCG podnikatele Karla Komárka stala jediným vlastníkem společnosti, poté co vyplatila PPF Petra Kellnera³³. Na poli stíracích losů je však společnost Fortuna velmi úspěšná s 1/3 podílem na trhu.

Slovensko

Na Slovensku jsou 2 silní hráči - Niké jako jednička a Fortuna SK, která velmi posiluje svojí pozici. Povolení sázení přes internet také slibuje další růst. Dalšími společnostmi jsou pak Tipos a Tipsport.

Polsko

Na polském trhu jsou 3 silní hráči a to Fortuna PL, Totolek a STS. Fortuna PL je aktuálně číslo 1 s 37% podílem na trhu. Neregulovaný Offshore trh je odhadován na zhruba 5násobek oficiálního trhu. V roce 2012 převzala společnost Fortuna 67 poboček od

³² Tipsport. *Tipsport* [online]. 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <https://home.tipsport.cz/tiskova-zprava-tiskove-prohlaseni-tipsport-a-s-k-prevzeti-chance-a-s->

³³ Aktualne.cz. *Aktualne.cz* [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/ceska-ekonomika/ppf-opousti-sazku-jediny-vlastnikem-je-komarkova-kkcg/r~i:article:766574/>

společnosti Tipsport. Od roku 2012 bylo možné v Polsku sázet přes internet, přičemž Fortuna PL byla prvním provozovatelem, který získal licenci od ministerstva financí a to o rok a půl dříve, než Totolek.

OFFSHORE CENTRA

Od začátku online sázení, před zhruba 15 lety, většina událostí v tomto průmyslu překročilo mezinárodní hranice. Toto není příznivé pro vlády jednotlivých zemí. Země z Karibské oblasti, které zde nejdříve sídlili pro poskytování sázek zemím ze severní Ameriky, přičemž dnes poskytují sázky i evropským zemím. Konkrétně se jedná o situace, kdy společnost, která má sídlo v zemi, kde jsou k tomu benevolentní zákony, poskytuje služby sázejícím v zemích, kde na to nemají licenci. Tyto zahraniční společnosti mají často lokalizované internetové stránky v několika jazycích, aby si u nich mohl pohodlně „každý“ vsadit. Česká republika, ale samozřejmě i spousta dalších států s tím dlouho bojovaly. Námitky hlavně legálních společností, které nemohly přijímat sázky přes internet, je přiměli k tomu aby od roku 2009 se v ČR zlegalizovalo sázení přes internet od společností, které na to dostaly licenci od Ministerstva finanční České republiky.

3.5.4 Role regulatorních orgánů

Česká republika

Všeobecné podmínky pro provoz loterie a kurzového sázení, a podobných věcí jsou v zákoně 202/1990 známého jako tzv. Loterijní zákon. Sázení přes internet není obsaženo v tomto zákoně, ale ve vyhlášce z roku 2008. Provozovatel, který chce poskytovat kurzové sázky musí mít sídlo v České republice, získat licenci od MFČR, které udělí licenci na maximálně 10 let. Dalším požadavkem jsou v některých případech požadavek na základní kapitál. Provozovatel také musí přispívat do státního a municipalitních rozpočtů. Zároveň však nejsou jakkoliv omezeny náklady na marketing, stejně tak jako možnost reklamy sázkových společností v porovnání s jinými společnostmi.

V roce 2011 schválil český parlament změnu zákona 300/2011 platnou od 1. Ledna 2012, kde původně dávané peníze, na veřejné účely byly nahrazeny sjednocenou 20% srážkovou daní z hrubých výher a běžnou 19% daní z příjmu právnických osob. Celkově vybrané peníze se pak rozdělí mezi státní a municipalitní rozpočty v poměru 80:20. Nový zákon také dává více moci městům, která mohou daleko více ovlivňovat výherní automaty a hazard jako takový. Regulace také zakazuje reklamy offshore sázkových společností

v České republice, které jsou ovšem obcházeny internetovou reklamou, na kterou jsou české úřady krátké. V roce 2013 také Český parlament schválil dodatečnou změnu kdy 1/4 daně vybrané z hrubých výher je vyplaceno provozovatelem přímo na účet Českého olympijského svazu. Aktuálně se na vládě jedná o nové regulaci hazardu, kdy je ve hře zvýšení sazby DPPO, či jiná opatření. Situace ve sněmovně je ovšem složitá a není jisté, kdy a jestli vůbec přísnější podmínky stoupí v platnost.

Slovensko

Provoz loterijních her je na Slovensku regulován hlavně zákonem 171/2005, který je znám jako Slovenský loterijní zákon. Provozování kurzových sázek může být provozování na bázi individuální licence, které vydává Slovenské ministerstvo financí a to na dobu maximálně pěti let. Pokud chce společnost provozovat pobočky, musí získat povolení municipální jednotky. I zde je potřeba minimální základní kapitál pro získání licence. Provozovatel sázek je také povinen platit 6% z přijatých sázek.

Polsko

Od roku 2010 je v platnosti nový loterijní zákon. Opět je potřeba k provozování kurzových sázek licence od Polského ministerstva financí, které se udílí maximálně na 6 let, mají základní kapitál alespoň 2 miliony zlotých a mající sídlo na území Polska. 2,5% je daňová sazba uvalená na celkové sázky u našich severních sousedů. Do roku 2011 nebylo možné získat licenci na provoz online sázení, přičemž i tady ustoupili tlaku sázkových kanceláří a povolili licence pro domácí společnosti na provozování kurzových sázek. Bohužel parlament však rozhodl udržet 12% sazbu srážkové daně, která velmi znevýhodňuje legální sázkové společnosti oproti jejich offshorovým konkurentům. Ihned, jak byla zveřejněna zpráva o možnosti získání licence na internetové sázení, společnost Fortuna PL oficiálně požádala o licenci, kterou 24.1. 2012 také získala.

3.6 Historie, služby a produkty společnosti Fortuna

Fortuna Entertainment Group N.V. („Fortuna“ nebo „FEG“) je přední provozovatel kurzových sázek v regionu střední Evropy. Společnost nabízí sázky na širokou škálu sportovních událostí, živé sázení nebo loterii v závislosti na konkrétní zemi.

3.6.1 Historie Fortuny

Společnost FORTUNA sázková kancelář a.s. byla založena v roce 1990 v Praze. Zakládajícími členy byli Petr Bouma, Jiří Balcar, Josef Kurka a Michal Horáček³⁴. Jednalo se o jednu z prvních akciových společností po převratu v tehdejším Československu. V témže roce byla také otevřena první kamenná pobočka společnosti a to v pasáži Lucerna. V dalších letech se poté úspěšně rozšiřuje pobočková síť. Milníkem je pak rok 1995, kdy došlo k přechodu na elektronickou komunikaci v rámci společnosti mezi pobočkovou sítí a centrálou společnosti.

V roce 2005 společnost Fortuna změnila poprvé, a zatím naposledy, svého majitele. Původní vlastníci v čele s hudebníkem Michalem Horáčkem prodali společnost Fortunu investiční skupině PENTA. Cena transakce nebyla zveřejněna, nicméně se všeobecně očekávalo a Michal Horáček to nepřímo potvrdil, že se jednalo o částku zhruba 2,3 miliardy českých korun.

Tato změna měla za následky velké modernizace provozu, jako například real-time komunikace mezi pobočkovou sítí a bookmakingem, nebo služby TELEKONTO, což bylo uzavírání sázek přes telefon.

Od roku 2009 bylo v České republice legalizováno kurzové sázení přes internet. V tentýž roce se pak staly velmi oblíbenými tzv. live sázky, kdy se sází na sportovní události v průběhu utkání a ne jen před začátkem, jak tomu bylo vždycky dříve.

V roce 2010 vstoupila společnost Fortuna na burzu, kdy je možné v Praze a Varšavě nakoupit její akcie. O rok později společnost také získala licenci na provozování číselných loterií a stíracích losů.

Společnost nabízí širokou škálu produktů ať už sportovní sázení a číselné loterie. V případě sportovního sázení se jedná o predeterminované kurzy, které nabízí společnost, a hráč si vybere sportovní příležitost a vsadí na ni obnos peněz. V případě uhodnutí výsledku získává hráč nazpět svůj vklad vynásoben kurzem. V případě neuhodnutí výsledku propadá vklad společnosti. Hráč si vybírá z velkého počtu sázkových příležitostí a není nikterak omezen v sázení. Ony kurzy jsou prakticky pravděpodobnosti možného výsledku odhadnutými odborníky (bookmakery) upravené o „house edge“ společnosti.

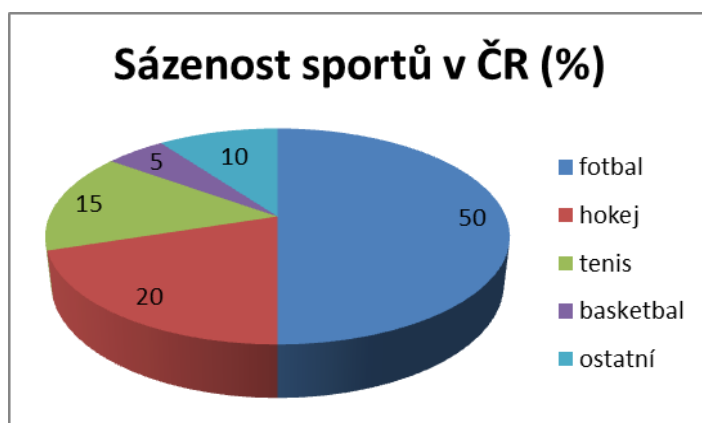
Sázky se pak dělí do 2 různých skupin:

SOLO sázka -jedná se o sázku, kde je pouze 1 událost na tiketu.

³⁴ Výroční zpráva. *Fortuna Entertainment Group* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.eu/cz/investori/financni_vysledky/index.html

AKO sázka – v této sázce je na jednom tiketu několik událostí. Pokud sázející správně uhodne všechny události, vynásobí se jednotlivé kurzy a vklad a to je jeho výhra. Pokud neuhodne alespoň 1 událost, ztrácí vklad.

V roce 2013 nabízela Fortuna přes 3500 sázkových příležitostí denně. Jednalo se například o konečné výsledky utkání, počet gólů, počet střel, počet roů, žlutých karet,es, košů,atd.



Obrázek 3-2 Sázenost sportů

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna za rok 2014

Loterie:

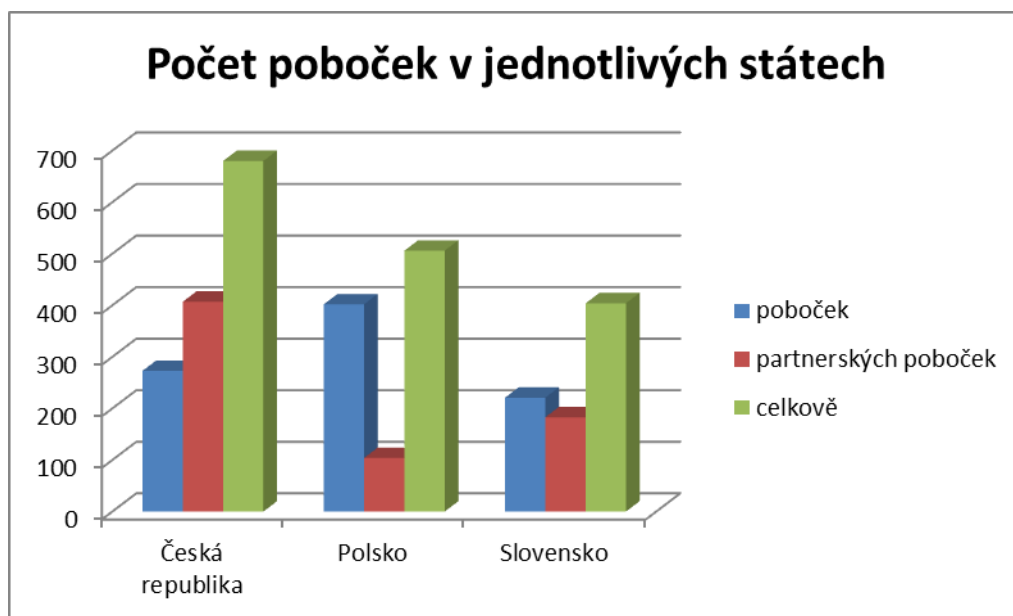
Společnost Fortuna nabízí několik různých číselných her. Aktuálně má firma 1590 loterijních terminálů. Hlavní je hra „Loto“, kde sázející tipují 6 čísel z 49 a jednu barvu ze 2. Losování se koná 2x týdně a vysílá ho nejsledovanější Televize v ČR v hlavním vysílacím čase. Minimální sázka je pak 20 Kč. Mezi Další pak patří „Zlatých 11“, „Superloto“ či „FOFR“. Fortuna Loterii rozjela hlavně z důvodu krize společnosti Sazka, kdy se snažila ovládnout 10% podíl na trhu z důvodu nejistoty okolo Sazky a vyplácení výher. Zpětně je potřeba přiznat, že management společnosti čekal od Loterie víc. Sazka se v rukou KKCG a PPF velmi rychle oklepala a ukázalo se, že občané jsou zvyklí na klasickou Sazku a novinky od Fortuny či Tip6 od Tipsportu je nenalákala.

3.6.2 Distribuční cesty:

Společnost používá různé distribuční cesty v různých zemích, jak ukazuje následující tabulka.

Pobočky:

Zhruba polovina hrubých výher společnosti je přes pobočkovou síť. Je však potřeba doplnit, že význam poboček se rok od roku zmenšuje, neboť narůstá význam online sázení. Pobočky jsou od 20 do 50 metrů čtverečních, přičemž jsou v důležitých místech v městech. Při porovnání počtu poboček meziročně, je zde jasný trend v úbytku poboček. Hlavní důvod je přesun klientů na online sázení.



Obrázek 3-3 Počet poboček v jednotlivých státech

Zdroj: *Výroční zpráva společnosti Fortuna za rok 2014*

On line:

Od roku 2007 se začlo on-line sázet na Slovensku, od roku 2009 v České republice a od roku 2012 v Polsku. On-line segment se podílel 44 % na hrubých výhrách v roce 2013 a 53,6% v roce 2014. Toto číslo stále meziročně roste a pro další roky je zcela jistě očekávat další nárůst. Jedná se o klíčový kanál do budoucna, a pokud chce fortuna zůstat konkurenceschopná, nesmí rozhodně podcenit tento klíčový distribuční kanál. Proto se také fortuna rozhodla nevyplatit dividendu za rok 2014 a investovala tento kapitál do rozvoje.

Zákazníci

Zákazníky fortuny tvoří z 9% ženy, přičemž více než 70% zákazníků jsou muži od 18 do 45 let. V České republice má Fortuna cca 250k klientských účtů. Na Slovensku 100k a v Polsku 110k.

3.6.3 Sponzoring

Marketing společnosti Fortuna je zaměřen na získávání nových klientů, stejně tak jako udržení stávajících. Společnost používá online, tiskovou stejně tak televizní reklamu. Fortuna se svým sponzoringem snaží zaměřit na své potenciální klienty. Jelikož se na fotbal vsází nejvíc, její marketingové aktivity jsou zaměřeny také tak. AC Sparta Praha byl dlouholetým partnerem Fortuny, který ale od letošního roku má za sponzora přímého konkurenta a to společnost Synot tip. Fortuně tedy zbývají například Bohemians 1905. Je to klub s bohatou historií. Stejně tak i liberecký Slovan. Nejnovější sponzorskou smlouvu aktuálně uzavřela Fortuna s pražskou Slavií. Slavie v loňské sezóně zrovna nezářila a jen těsně se udržela v první lize. Má ovšem velký potenciál, nebo má velké množství fanoušků. Aktuálně Slavií převzal čínský investor, který má se Slavií velké plány.³⁵ Na Slovensku je Fortuna partnerem Fotbalové asociace, stejně tak tenisové asociace a dalších klubů ve fotbale, házené, a volejbale. V Polsku se sponzoring Fortuny zaměřuje hlavně na fotbal a basketbal. Legia Varšava, přední polský fotbalový tým, je od začátku roku 2014 partnerem Fortuny.

3.6.4 Risk management

Risk management je klíčová věc v provozování kurzového sázení. Kurzy jsou vytvořeny tak, aby v průměru během dlouhého období byl konstatní zisk. Je zde ovšem krátkodobě velká volatilita. Tým 43 bookmakerů se denně stará o kurzy, které vycházejí z BetRadaru a dalších placených softwarů, které pak upravují dle svých znalostí. Sázkové společnosti se velmi liší v přístupu ke kurzu. Prakticky existují 2 základní přístupy, jak navýšit počet sázejících. Za prvé je to velký marketing, kdy se značka dostane lidem do paměti a poté si u nich vsadí. Toto je přesně cesta Fortuny. Druhá možnost, jak přilákat klienty, jsou dobré kurzy. Kurzy jsou prakticky upravené pravděpodobnosti. Pokud tedy například při tenisovém zápase, kdy mají oba 2 hráči stejnou šanci na výhru (50%) Společnost vypíše kurzy 1,8 vs. 1,8 je vidět hnedka 20% polštář. Teoreticky by měl být kurs 2 vs 2. Jenže sázkové kanceláře potřebují na něčem vydělávat, takže je běžné kurzy 1,8 až 1,95 vs 1,8 až 1,95. Dříve také domácí sázkové kanceláře účtovaly tzv. manipulační poplatek (10% z vkladu). Takže byly kurzy včetně poplatku 1,71 vs 1,71 při šanci 50% na výhru, což

³⁵ IDnes.cz. *IDnes* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://fotbal.idnes.cz/fotbalova-slavia-meni-majitele-koupila-ji-cinska-skupina-cefc-china-energy-company-limited-gwv-/fotbal.aspx?c=A150904_112643_fot_reprez_pes

představuje průměrně 29% z každé sázky pro Fortunu. V následující tabulce jsou vidět kurzy různých sázkových společností, kde jsou vidět poměrně velké rozdíly, mezi kurzy.

Sázková kancelář ▲		1 ▼	0 ▼	2 ▼
bet-at-home bet-at-home		▲ 3.45	▼ 3.10	▼ 2.05
bet365 bet365	LIVE	▲ 4.00	3.20	▼ 2.00
Betclix Betclix	LIVE	▲ 3.60	▼ 3.10	▼ 2.00
bwin bwin	LIVE	▲ 3.75	▼ 3.25	▼ 2.00
expekt Expekt	LIVE	▲ 3.60	▼ 3.10	▼ 2.00
FORTUNA Fortuna CZ		▼ 3.35	▼ 3.20	▲ 2.10
Interwetten Interwetten	LIVE	3.20	3.10	2.10
sportingbet Sportingbet	LIVE	▲ 3.30	▲ 3.15	▼ 2.10
Tipsport Tipsport CZ	LIVE	▲ 3.75	▼ 3.10	▼ 2.04
UNIBET Unibet	LIVE	▲ 3.50	▼ 3.20	▼ 2.10
William HILL William Hill		▲ 3.60	▼ 2.90	▲ 2.15

Obrázek 3-4 Přehled kurzů

Zdroj: www.livesport.cz

Z vlastní zkušenosti vím, že pokud někdo vyhrává, tak risk management společnosti fortuna pracuje dobře. Jednu chvíli jsem čekal na čerstvě vypsane kurzy Fortunou a poté je hnedka vsázel, než budou méně výhodné. Po krátké době mi byly limitovány vklady.

The screenshot shows a betting slip for a match between Buffalo and St. Louis with a current odds of 2 - 1.37. A red banner at the top states 'Možná výhra přesáhla povolenou hranici' (Possible win exceeds allowed limit). Below this, the total odds are shown as 1.37. The 'Vklad (Kč)' (Stake) is set to 10, with a slider and buttons for 10, 20, and 30. The 'Možná výhra (Kč)' (Possible win) is calculated as 13.7. At the bottom are two buttons: 'Připravit tiket' (Prepare ticket) and 'Vsadit' (Bet).

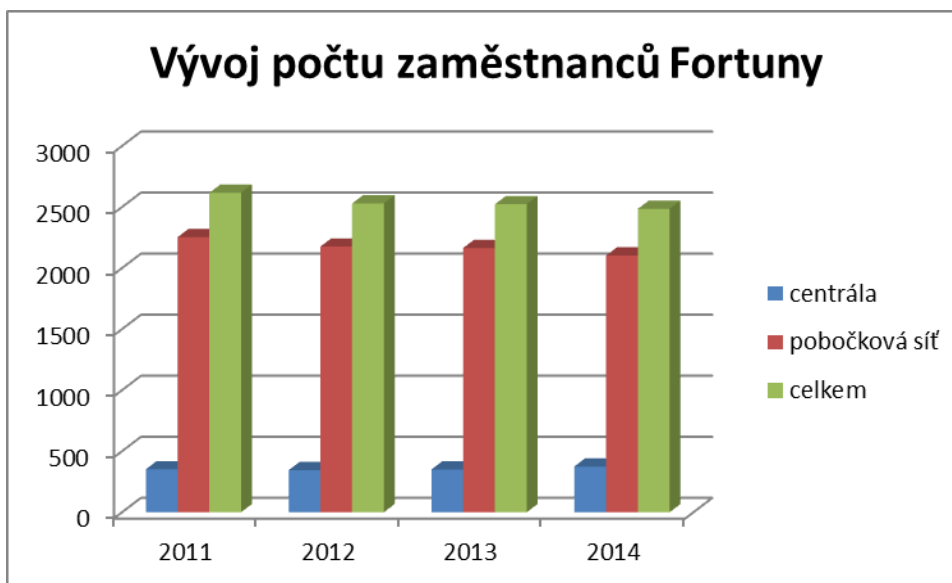
Obrázek 3-5 Limit vkladu

Později to došlo do situace, kde mi byl každý tiket zamítnut a následně byl na moji sázkovou příležitost snížen kurs. Aktuálně je situace taková, jak ukazuje následující obrázek.

Zdroj: vlastní zpracování

3.6.5 Lidské zdroje

Fortuna má aktuálně kolem 2 500 zaměstnanců, kdy velká většina pracuje na pobočkové síti. Co se týče náběru nových zaměstnanců, tak v ČR a zřejmě i v Polsko a Slovensku, jsou najímání prakticky jenom softwarový pracovníci, kteří zajišťují on line sázení, případně real- time komunikaci.



Obrázek 3-6 Vývoj počtu zaměstnanců

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

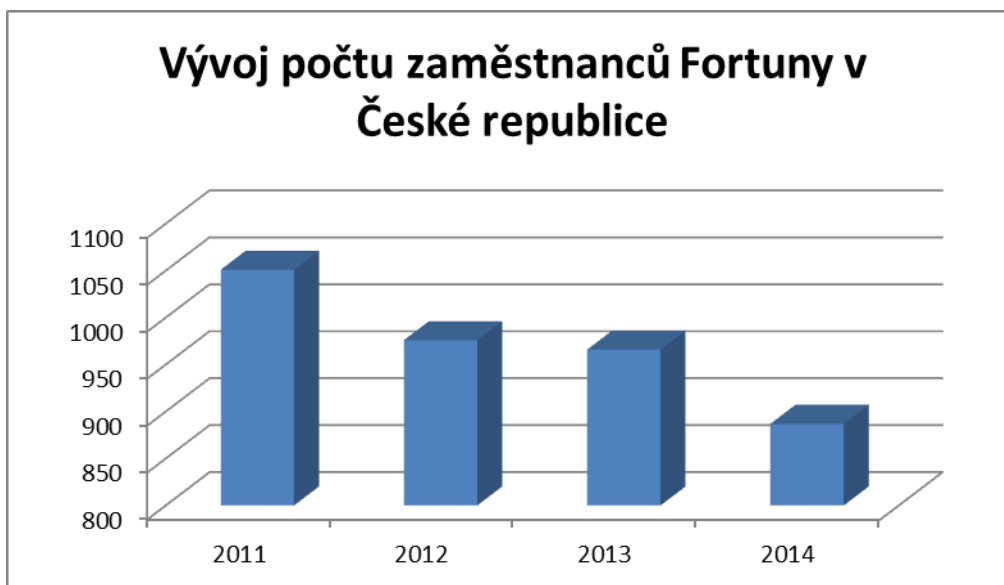
V následující tabulce je přehled zaměstnanců za poslední 3 roky rozdělen podle zemí. V Polsku je zde patrný nárůst počtu pracovníků, který souvisí rozšiřování pobočkové sítě v Polsku a upevňování tamní pozice pro Fortunu. Dále je také potřeba zaměstnat velké množství zkušených zaměstnanců, kteří úspěšně zvládnou zajistit bezproblémové on-line sázení pro 40milionovou zemi.

Tabulka 3-2 Přehled zemí

země	2012	2013	2014
Česká republika	976	966	887
Polsko	868	925	968
Slovensko	683	630	629

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna za rok 2014

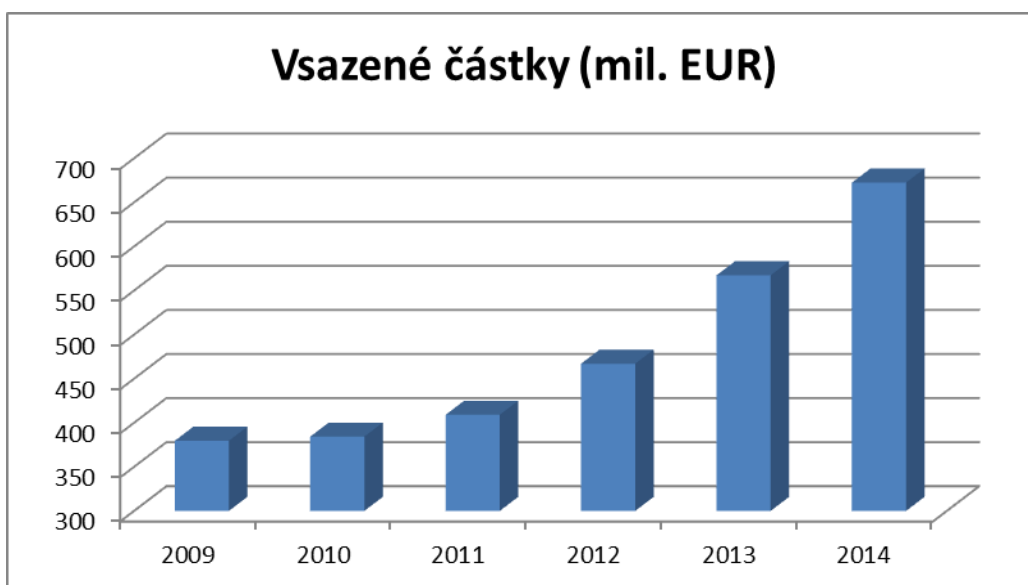
Pokud bychom se zaměřili na Českou republiku, je zde očividný pokles počtu zaměstnanců. Není to nikterak dramatické, ale je zde patrný ústup od pobočkové sítě a možné rušení méně vyhledávaných poboček. Dále je velmi nasnadě přechod uživatelů k on-line sázení, které není co do počtu pracovníků tak náročné. V tomto ohledu bych proto očekával zachování sestupného trendu v počtu zaměstnanců Fortuny.



Obrázek 3-7 Vývoj počtu zaměstnanců v ČR

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

3.6.6 FINANČNÍ INDIKATORY 2014



Obrázek 3-8 Vsazené částky

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

Přijaté částky, které se také někdy označují anglickým pojmem „amount staked“, je veličina, která udává, za kolik v daném roce společnost Fortuna přijala sázky. V roce 2014 to bylo již za 672,4 milionu EUR, což je historicky nejvíce. Oproti roku 2013 se jedná o více než 18% nárůst, kdy bylo vsazeno 567 milionu EUR. Možné zdůvodnění je, že se v roce 2014 konaly velké sportovní akce jako zimní olympijské hry v Soči, mistrovství světa v hokeji v Praze, či hlavní tahák roku a to Mistrovství světa ve fotbale, konané jednou za 4 roky, které odehrálo v Jihoamerické Brazílii.

Sport vs. Loterie

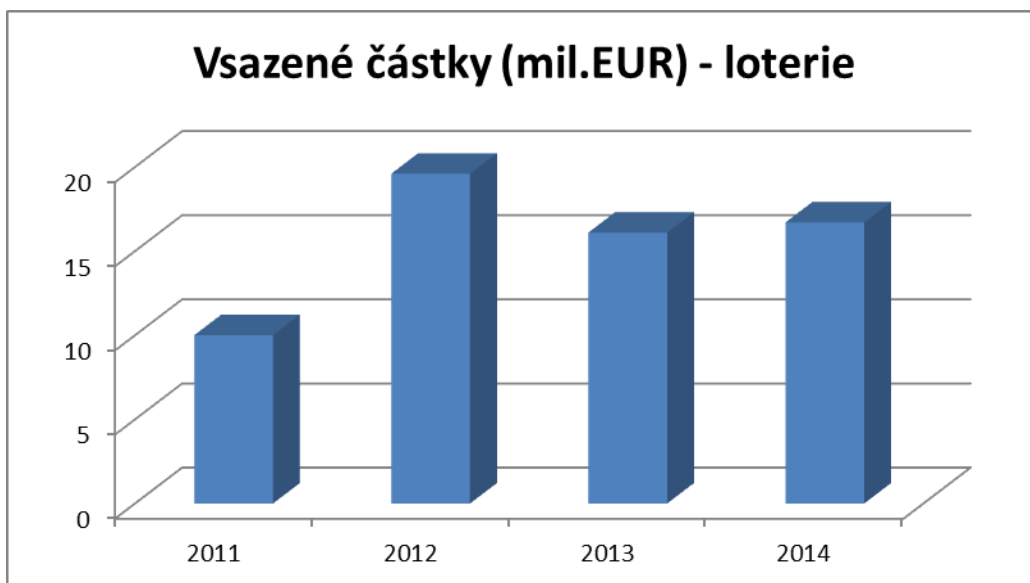
V následující tabulce jsou vidět absolutní i relativní čísla ohledně vsazených částek rozdělených mezi sport a loterii.

Tabulka 3-3 Sport vs. loterie

	2011	2012	2013	2014
vsazené částky (mil. EUR)	409	467	567,2	672,4
% změna		14%	21%	19%
sport	400	448	551,2	655,7
% změna		12%	23%	19%
loterie	10	19,6	16,1	16,7
% změna		96%	-18%	4%

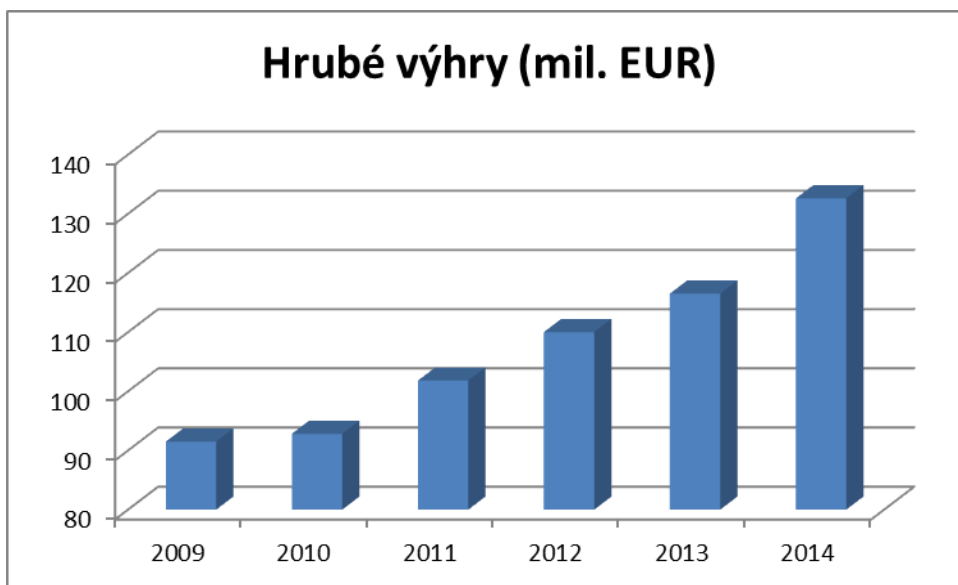
Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

Z tabulky je patrné, že sportovní události rostou několik období po sobě 2cifernými čísly, zatímco loterie se v roce 2013 o 18% propadla. Jako vysvětlení se může nabídnout velmi silné konkurenční prostředí, kterému společnost Sazka s odstupem vévodí. Po jejím úpadku v květnu 2011 se zřejmě v roce 2012 sázející báli o potenciální výhry a přesunuli se k loteriím konkurence. Bohužel je zde vidět, že Fortuna nedokázala jejich zájem udržet a po stabilizaci společnosti Sazka, se již sázející vrátili zpět a celkově vsazené částky do Loterie se v roce 2013 propadla o 18%. Pro rok 2014 je vidět mírný nárůst, který je ale proti roku 2013, kdy Fortuna velmi ztratila. Je vidět, že proti roku 2012, je situace špatná a zatím to vypadá, že se neotřesitelná pozice SAZKY a.s. jen tak nezmění.



Obrázek 3-9 Vsazené částky - loterie

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

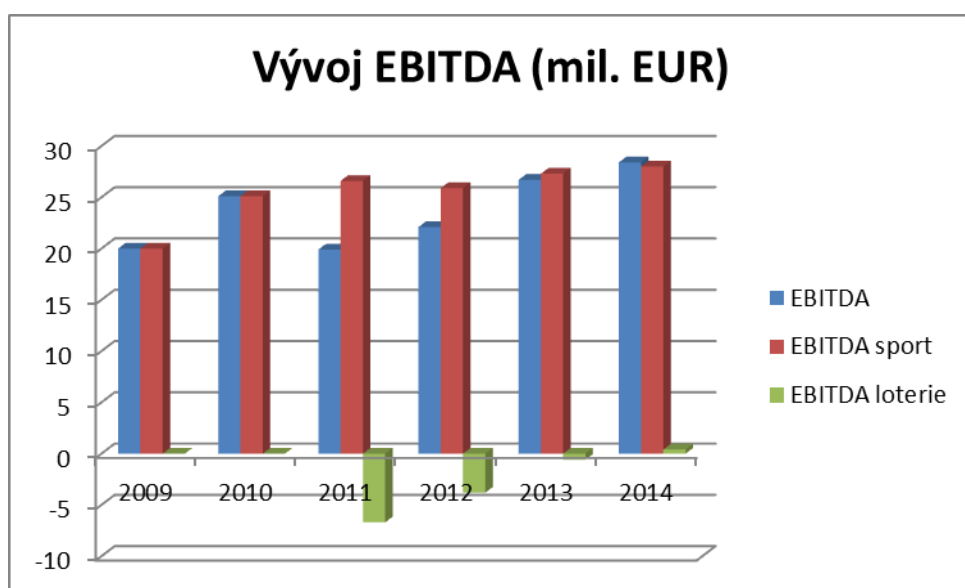


Obrázek 3-10 Hrubé výhry

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

Tento ukazatel je velmi sledován u společností provozujících kurzové sázení a hlavně u jejich Risk managementu. Hodnota hrubých výher (gross win) je vlastně kolik společnost vyhrála za určité období (a zároveň sázející prohráli). Z grafu je patrné, že společnost pravidelně zvyšuje tento ukazatel, a nic nenasvědčuje tomu, že by to mělo být do budoucna jinak. V roce 2013 se hrubé výhry meziročně zvýšily o zhruba 6% na 116,5 mil EUR, rok předtím o 8%. Pro rok 2014 je vidět velký 14% nárůst této veličiny.

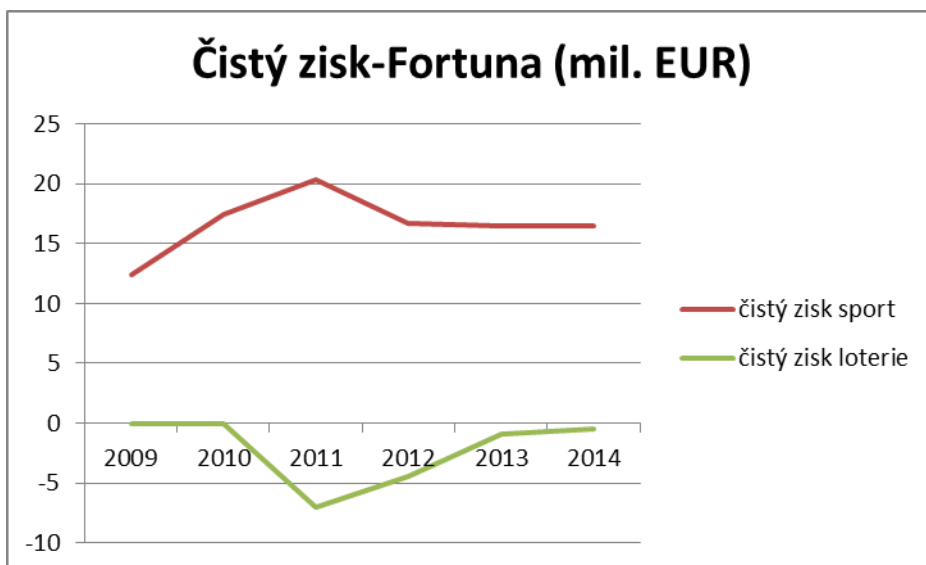
Velmi důležitým ukazatelem je finanční analýze podniku EBITDA. Jedná se o zisk před zdaněním, úroky a ještě odpisy. Ve společnosti Fortuna je vidět, že EBITDA má rostoucí tendenci. V roce 2011 byla spuštěna loterie, která měla relativně vysoké počáteční náklady do současnosti se nedostala do černých čísel. Poslední dobou však ztráty bývaly minimální a rok 2014 se dosáhl bod zvratu, kde EBITDA za loterii dosáhla plusových hodnot.



Obrázek 3-11 Vývoj EBITDA

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

Vedle EBITDY je čistý zisk (net profit) další ukazatel o celkovém výsledku hospodaření firmy. V následujícím grafu je vidět rozdělen čistý zisk na oddělení kurzových sázek a loterii. Co se týče prvního, tak je vidět, že v roce 2011 byl čistý zisk nejvyšší. Je to vcelku s podivem, neboť se v tomto roce nekonala žádná velká sportovní -a hlavně fotbalová - akce.



Obrázek 3-12 Čistý zisk

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna



Obrázek 3-13 celkový čistý zisk

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Fortuna

Při analýze celkového zisku společnosti v jednotlivých letech je vidět, že v roce 2010 byl zisk nejvyšší. Jedním z možných vysvětlení může být fakt, že v tomto roce se konalo MS ve fotbale v Jižní Africe. V porovnání se stále rostoucími hrubými výhrami je vidět, že se musely v roce 2011 zvednout náklady. Jedná se hlavně o fixní náklady se spuštěním loterie, která sama o sobě tento rok byla -7 mil. EUR. Může se také částečně jednat o zvyšující se náklady na technické i personální zabezpečení provozování on-line sázení v Polsku, které se projevily i v roce 2012. Rok 2014 již opět přináší zvýšení čistého zisku

spolu s příslibem do budoucna, kde se dá očekávat nárůst čistého zisku, spolu se stále se zlepšujícím oddělení Risk managementu.

Charakteristika PENTY

Za společností Fortuna stojí velmi silná investiční skupina PENTA, která za cca 10 let vlastnictví společnosti zhodnotila tržní hodnotu společnosti a dále v tom pokračuje.

Penta je původem středoevropská investiční skupina založená v roce 1994. Specializuje se na dlouhodobé investice zejména ve zdravotnictví, finančních službách, maloobchodu, výrobě a realitním developmentu. Z lokální firmy Penta vyrostla v mezinárodní skupinu s investicemi na více než deseti trzích Evropy. Její portfoliové společnosti poskytují zaměstnání více než 35 tisícům lidí. Skupina vlastní aktiva v hodnotě 6,7 miliardy eur. Zaměřuje se na investice, v nichž může uplatnit svoje zkušenosti a aktivně se podílet na jejich řízení.

Založila ji skupina spolužáků, což vytváří firemní kulturu velmi podobnou rodinným firmám. Penta začínala podnikat v roce 1994 jako obchodník s cennými papíry. Následně se zaměřila na rozvoj investic do podniků a později i na realitní development. V současnosti skupina investuje do firem a projektů zejména ve zdravotnictví, finančních službách, maloobchodu, výrobě a realitním developmentu. Penta je jedním z největších zaměstnavatelů v regionu. V jejích portfoliových společnostech pracuje více než 35 tisíc zaměstnanců. Penta má zastoupení v Praze, Bratislavě, Varšavě, Mnichově, Limassolu, Amsterdamu a na Jersey.³⁶

Každý z pěti současných partnerů má zodpovědnost za nějaký obor. Marek Dospiva je zodpovědný za rozvoj v Německu a nemovitosti v ČR. Jaroslav Haščák za projekty v Polsku. Jozef Oravkin řídí hlavně Slovensko, přičemž Eduard Maták se stará o v poslední době velmi rychle rostoucí část zdravotnictví. Iain Child je zodpovědný za segment bankovníctví.

Kromě Fortuny patří skupině v ČR známa lékárna Dr. Maxx, či v roce 2007 zprivatizované Aero Vodochody.

³⁶ Penta investment limited. *Penta* [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: <http://www.pentainvestments.com/cs/about.aspx>

3.7 Závěr odvětvové analýzy

Je vidět, že situace na trhu s hazardem v České republice bude více a přísněji regulována či daněna. Domnívám se však, že potenciál v zahraničí - ať už současné země, či případné budoucí akvizice v různých zemích- nejenže vyrovnají domácí potenciální ztráty z vyšších odvodů, ale dokáží je i předčit. Během krize se ukázalo, že i když mají domácnosti méně peněz, tak že na „pivo“ vždycky bude, protože krizové roky nebyly v hospodaření fortuny doprovozeny velkým poklesem zisku a tržeb jako v jiných odvětvích. Jako souhrnné doporučení za odvětvovou analýzu bych – i přes 2-2 poměr- doporučil opět koupit, a to hlavně z důvodu potenciálního růstu v zahraničí.

Tabulka 3-4 Závěrečné shrnutí

odhadovaná změna v příslušné situaci		očekávaný pohyb akciového kurzu	investiční doporučení
↘	životní cyklus odvětví	↘	prodat
↗	Citlivost na hospodářský cyklus	↗	koupit
↘	Tržní struktura odvětví	↘	prodat
↘	role regulačních orgánů	↘	prodat

Zdroj: vlastní zpracování

4 Firemní fundamentální analýza

Posledním typem analýzy akcie je, jak již název kapitoly napovídá, firemní fundamentální analýza, která dokáže vysvětlit přes 30 % pohybu kurzů. Tato část diplomové práce se zabývá výpočtem vnitřní hodnoty zvoleného akciového titulu. Úkolem firemní fundamentální analýzy je stanovení vnitřní hodnoty akcie, kolem které se pohybuje aktuální tržní kurs. *“Ve velmi krátkém období je více méně vnitřní hodnota konstantní. Přísun nových kurzotvorných informací přirozeně posouvá vnitřní hodnotu na novou úroveň.”*³⁷ Tato námi vypočtená vnitřní hodnota je pak porovnávána s aktuální cenou na burze, kde může dojít ke třem situacím: vypočtená vnitřní hodnota akcie může být vyšší, nižší, nebo stejná jako aktuální kurs na trhu.

Je-li akcie označena jako nadhodnocená, jde o špatně oceněnou akcii, pro kterou je typické, že tržní cena akcie je vyšší než vypočtená vnitřní hodnota akcie. V této situaci by bez přílivu dalších pozitivních kurzotvorných informací měla cena akcie klesat až k vnitřní hodnotě akcie. Tato akcie se nyní jeví jako drahá, neboť investoři jsou ochotni zaplatit pouze částku do tzv. „správné ceny“. Dá se očekávat snížení poptávky po této akcii, a tudíž i snížení její tržní ceny. Z těchto důvodů akcie není doporučena ke koupi, ale naopak je doporučena k prodeji.

Pokud je akcie analytikem ohodnocena nad aktuálně obchodovanou cenou, jedná se o situaci, kde je akcie podhodnocená. Tentokrát je akcie levná, protože jsou investoři ochotni zaplatit více, než za kolik se akcie aktuálně obchoduje. Do budoucna se očekává nárůst poptávky po této akcii a tedy i růst kurzu. Investiční doporučení by tedy bylo držet, popřípadě nakupovat.

Poslední možností je rovnost aktuálního tržního kursu akcie s vypočtenou vnitřní hodnotou. Akcie je v rovnovážné situaci, je správně oceněná, doporučení zní vyčkat nebo držet. Do budoucna nezbývá než počkat na budoucí vývoj aktuálního tržního ocenění a vnitřní hodnoty akcie, kdy nastane jedna ze dvou možností, které jsou popsány výše.

³⁷ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011, s. 361. ISBN 978-80-86929-70-5.

4.1 Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Postupem času se vykrystalizovala celá škála způsobů ohodnocování. Nejpoužívanější způsob vychází z diskontování budoucích příjmů z akcie. V tomto případě je zohledňována časová hodnota peněz. Zástupci této skupiny metod jsou dividendové diskontní modely, cashflow modely a ziskové modely. Další skupiny modelů a metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie počítají vnitřní hodnotu akcie z účetních výkazů, historických ukazatelů nebo využívají tržního porovnání.

4.2 Dividendové diskontní modely

Jedná se o jednu z nejvíce rozpracovaných metod pro stanovení vnitřní ceny akcie. Tato metoda využívá převedení budoucích příjmů z akcie na současnou cenu. Tyto příjmy může tvořit jak výplata podílu na zisku, tedy dividend, tak také někdy prodejní cena akcie. „S peněžním příjmem v podobě dividend operují dividendové diskontní modely vždy, s prodejním kurzem akcie však pouze v případě, je-li uvažován brzký prodej akcie.“³⁸

Dividendové diskontní modely (dále DDM) se tedy dělí na 2 typy. Prvním typem je DDM s nekonečnou dobou držby, kde není uvažován budoucí prodej akcie a jsou tedy uvažovány jako budoucí příjmy pouze dividendy. DDM s konečnou dobou držby, který je druhým typem, počítá se začleněním prodejní ceny akcie do modelu. V této práci je vnitřní hodnota akcie počítána podle, v praxi častěji používaného, DDM s nekonečnou dobou držby, který lze matematicky definovat podle vzorce, který je znám jako dividendový diskontní model.

Rovnice 4-1

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1}{(1+k)^2} + \frac{D_1}{(1+k)^3} + \frac{D_1}{(1+k)^4} + \frac{D_1}{(1+k)^5} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

Kde

$n \rightarrow \infty$,

V_0 je běžná, aktuální vnitřní hodnota akcie,

$D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$ jsou očekávané dividendy v jednotlivých letech držby akcie a

k je požadovaná výnosová míra z akcie.

DDM se také mohou dělit na jednostupňové a vícestupňové. Roku 1962 Myron J. Gordon sestavil jednostupňový dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby, známý jako Gordonův model. Tento model je možné vyjádřit pomocí vzorce takto:

³⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 307. ISBN 978-80-7357-297-6.

Rovnice 4-2

$$V_0 = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

Kde

V_0 je běžná, aktuální vnitřní hodnota akcie,

D_0, D_1 , jsou očekávané dividendy v jednotlivých letech držby akcie,

k je požadovaná výnosová míra z akcie a

g je míra růstu dividend

Aby tento Gordonův model mohl fungovat, vychází z určitých předpokladů³⁹:

1. Požadovaná výnosová míra musí být větší, než míra růstu dividend
2. Dividendy musí růst či klesat stejným tempem během držby
3. Požadovaná úroková míra musí být konstantní během držby
4. Striktně použitelné pouze pro nekonečné modely držby
5. Velmi důležité jsou informace o běžné a očekávané dividendě.

Jak je vidět, tak tyto předpoklady značně omezují použitelnost Gordonova modelu v praxi, nicméně jedná se o velmi jednoznačnou determinaci faktorů, které ovlivňují vnitřní cenu akcie.

Nyní se již konkrétně Gordonův model a vnitřní hodnotu akcie.

V roce 2014 společnost Fortuna nevyplatila žádnou dividendu, takže odhadnu růst míry přes udržovací růstový model. Tato hodnota vyšla 3,92 %⁴⁰.

Nyní určím očekávanou dividendu pro rok 2015. Jelikož není možné tuto dividendu spočítat jako dividendu z roku 2014 vynásobenou mírou růstu dividend, z důvodu nulové

³⁹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 313. ISBN 978-80-7357-297-6.

⁴⁰ Patria. *Patria* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zdroje.vse.cz/akcie/FOREbl.PR/fortuna/hospodareni.html>

dividendy v loňském roce, tak ji odvodím od publikovaných očekávání analytiků, a to ve výši 0,15 EUR na 1 akcii.⁴¹

Nic již nebrání využít CAPM model, podle kterého spočítám požadovanou výnosovou míru:

Rovnice 4-3

$$k = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Kde:

R_f je bezriziková úroková míra,

R_m je tržní výnosová míra,

β měří velikost systematického rizika.

Jako bezrizikovou výnosovou míru využiji sazbu českých státních 10letých dluhopisů, která je v současnosti 0,68%.⁴²

Tržní výnosovou míru, která je potřebná ke kalkulaci požadované výnosové míry, vypočtu jako průměr procentní změny indexu PX mezi lety 2002 a 2014 což vychází 11,4%⁴³

Poslední neznámou z našeho vzorce je beta faktor, který je podle Patrie (S&P) pro Fortunu 0,697.⁴⁴

Nyní je již dosazeno do známého vzorce:

Rovnice 4-4

$$k = 0,68 + 0,697(11,4 - 0,68) = 8,15\%$$

Zbývá už jen dosadit do Gordonova modelu s použitím výše uvedených hodnot. Pro úplnost byl 14.10. 2014 kurs CZK/EUR 27,11⁴⁵.

⁴¹ Reuters. Reuters [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/analyst?symbol=FORE.PR>

⁴² ČNB. ČNB [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/aukce_sdd.jsp

⁴³ Patria. Patria [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zdroje.vse.cz/indexy/PX/px-index.html>

⁴⁴ Patria. Patria [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zdroje.vse.cz/akcie/FOREbl.PR/fortuna/hospodareni.html>

⁴⁵ ČNB. ČNB [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp

Rovnice 4-5

$$V_0 = \frac{0,15}{0,0815 - 0,0392} = 3,511 \text{ EUR} * 27,11 = 95,19 \text{ CZK}$$

Podle Gordonova modelu nám vychází akcie Fortuny podhodnocená, neboť v porovnání s aktuální cenou na burze, která je 72 Kč⁴⁶, Růst ceny je tedy očekáván a investiční doporučení je nákup.

4.3 Ziskové modely

Významnou metodou pro výpočet vnitřní hodnoty akcie jsou ziskové modely, které jsou některými analytiky využívány více než dividendové diskontní modely. Tyto modely pracují s čistým ziskem, který různě modifikují. Mezi nejznámější ukazatele odvozené ze ziskových modelů patří P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio.

4.3.1 P/E ratio

Nejdůležitějším a nejvíce používaným ziskovým ukazatelem je P/E ratio (price/earnings ratio - kurs/zisk). Ukazatel P/E se velmi často objevuje ve statistikách jakožto jedna z nejdůležitějších informací pro investory. „Ukazatel P_0/E_0 nám říká, kolik peněžních jednotek je investor ochoten zaplatit za jednu jednotku zisku.“⁴⁷ Jinými slovy je možné říct, že „hodnota P/E ratia vyjadřuje, na kolikanásobek zisku si investor cení dané akcie“⁴⁸ Podle toho, z jakých vstupních dat je vycházeno, je možné kalkulovat rozdílné typy P/E ratia.

Běžné P/E ratio jako ukazatel dává informaci o zajímavosti akcie pro investora. Jedná se o poměr současného kurzu akcie a posledního známého zisku na akci. Pokud je v tisku P/E ratio, jedná se právě o takto zformulované. Matematická formulace P/E ratia je následující:

⁴⁶ BCPP. *Burza cenných papírů Praha* [online]. Praha, 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=NL0009604859#OL>

⁴⁷ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011, s. 370. ISBN 978-80-86929-70-5.

⁴⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 338. ISBN 978-80-7357-297-6

Rovnice 4-6

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

Kde P_0/E_0 je hodnota ukazatele,

P_0 je aktuální tržní cena akcie v CZK

E_0 je poslední zveřejněný roční zisk společnosti, který připadá na jednu akcii

Rovnice 4-7

$$P_0/E_0 = \frac{72}{\frac{15928000 * 27,11}{52000000}} = \frac{72}{8,304} = 8,67$$

Naopak **normální P/E ratio** je založeno na Gordonově modelu, který v tomto případě kalkuluje s očekávaným čistým ziskem na akcii. Je tu předpoklad, že čistý zisk společnosti je rozdělen mezi zadržený zisk ve společnosti a zisk vyplacený akcionářům na dividendách.

Rovnice 4-8

$$(P/E)_n = P_0/E_1 = \frac{p}{k-g}$$

Kde

$(P/E)_n$ je ukazatel normálního P/E ratia,

P_0 je běžný kurs správně oceněné akcie,

p je dividendový výplatní poměr,

k je požadovaná výnosová míra z akcie,

g je míra růstu zisku a

E_1 je očekávaný zisk společnosti.

Pro rok 2014 není vyplacena dividendy, takže výplatní poměr je odvozen z minulých let a je zvolen jako aritmetický průměr posledních let a to 0,89.

Rovnice 4-9

$$(P/E)_n = \frac{0,7}{0,0815 - 0,0392} = 16,55$$

Nyní již ke kalkulaci vnitřní hodnoty akcie pomocí P/E ratia. Jediné co zbývá je vynásobit ukazatel normálního P/E ratia očekávaným ziskem, který bude podle trendu 17,14 milionů EUR. Matematicky to lze vyjádřit následovně

Rovnice 4-10

$$V_0 = (P/E)_n \cdot E_1$$

Kde E_1 reprezentuje čistý očekávaný zisk na akcii

Rovnice 4-11

$$V_0 = \frac{0,7}{0,0815 - 0,0392} \cdot \frac{15928000}{52000000} = 5,07 \text{ EUR} \cdot 27,11 \text{ CZK/EUR} = 137,4 \text{ CZK}$$

Podle P/E ukazatele je zjištěno, že je akcie nadhodnocená, a proto je doporučení prodej.

Po vypočtení vnitřní hodnoty akcie ještě zbývá poslední věc, a to porovnat vypočtenou hodnotu s aktuální cenou na trhu a zvolit vhodné doporučení. V případě vyšší vypočtené vnitřní hodnoty, než je aktuální cena na burze, zvolím nákup této akcie, neboť očekávám konvergenci k aktuální ceně akcie. V případě opačné varianty zvolím obrácený postup řešení.

Sharpovo P/E ratio je poslední P/E ratio, kterým se zde budu zabývat. Je pojmenované podle významného finančního teoretika Williama F. Sharpa a je velmi podobný normálnímu P/E ratiu. Matematicky lze vyjádřit jako *“poměr mezi běžnou vnitřní hodnotou akcie a běžným čistým ziskem na akcii.”*⁴⁹ Pokud je tato hodnota větší než běžné P/E ratio, tak je doporučení nákup, neboť je podhodnocená.

Rovnice 4-12

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

⁴⁹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 343. ISBN 978-80-7357-297-6

Kde V_0/E_0 je ukazatel Sharpova ratia
a ostatní symboly jsou shodné s předchozím vymezením.

Rovnice 4-13

$$V_0/E_0 = \frac{0,7(1 + 0,0392)}{0,0815 - 0,0392} = 17,2$$

Je vidět, že hodnota běžného P/E ratia vyšla nižší než hodnota Sharpova P/E ratia, což je signál k nákupu.

4.3.2 P/BV Ratio

Kromě P/E ratia se také velmi hojně využívá tzv. P/BV(price/book value) ratio. Jedná se o formulaci, kde v čitateli je cena akcie a ve jmenovateli se nachází účetní hodnota na akcii. *“Hodnota ukazatele P/BV ratio podává informaci o tom, na kolik Kč si investoři cení jedné Kč vlastního kapitálu firmy, která danou akcii emitovala, nebo jinými slovy kolik Kč jsou investoři ochotni zaplatit za jednu Kč vlastního kapitálu dané firmy.”*⁵⁰ Na rozdíl od P/E ratia je tento ukazatel vhodný k použití pro firmy ve ztrátě. Pokud bychom hledali údaje o výnosové síle akcie, tak v tomto ukazateli marně.

Nyní již spočítána vnitřní hodnota akcie pomocí P/BV ratia. P/BV hodnota je dle Patrie 3,94⁵¹ a pokud je vynásobena očekávanou účetní hodnotou v roce 2014, která je očekávána 15,68⁵², výsledkem pak je vnitřní cena akcie podle P/BV modelu.

Rovnice 4-14

$$V_0 = 3,94 \cdot 15,68 = 61,8 \text{ CZK}$$

Podle P/BV ratia je optimální doporučit prodej akcie Fortuny z důvodu nižší ceny, než je její aktuální tržní hodnota, a to 72 CZK.

⁵⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 347-348. ISBN 978-80-7357-297-6

⁵¹ Patria. *Patria* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zdroje.vse.cz/akcie/FORTUNA.PR/fortuna/hospodareni.html>

⁵² Výroční zpráva. *Fortuna Entertainment Group* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.eu/cz/investori/financni_vysledky/index.html

4.4 Shrnutí firemní analýzy

V závěrečné tabulce shrnu zjištěné výsledky, které by měly pomoci rozhodnout o investičním doporučení. Některé metody, jako například Gordonův model, dávají informaci o podhodnocenosti akcie. Jiné, jako například P/BV, naopak říkají, že je titul podhodnocený. Jako významný model беру Gordonův model, kterému bych prisuzoval největší váhu a proto by investiční doporučení za firemní analýzu bylo koupit.

Tabulka 4-1 Závěrečné shrnutí

Model	VH	ohodnocení	doporučení
Gordonův model	95,19 Kč	podhodnocená	koupit
VHA podle P/E ratia	174,7 Kč	nadhodnocená	prodat
Běžné P/E ratio	8,67		
Sharpovo P/E ratio	21,8	podhodnocená	koupit
P/BV Ratio	61,8 Kč	nadhodnocená	prodat

Zdroj: vlastní zpracování

Závěr

Tato diplomová práce měla za úkol najít odpověď na otázku, zda jsou akcie Fortuny v současné době vhodné ke koupi, či je naopak vhodné držené akcie prodat. Ke zjištění výsledku jsem použil pouze fundamentální analýzu, která je jedním ze základních přístupů k ohodnocení akcií.

V úvodní části práce byl proveden rozbor globální analýzy, a to konkrétně, jak makroekonomické veličiny ovlivňují aktuální cenu akcie, a jaký je očekávaný budoucí pohyb kurzu podle jednotlivých makroekonomických veličin.

Vztah mezi úrokovými sazbami a aktuálním kurzem akcie popisuje korelační koeficient o velikosti 0,4 což signalizuje středně silnou přímou závislost, která je v nesouladu s teorií, jenž očekává silnou negativní závislost. Jako možné zdůvodnění je brána nedávná, finanční krize, která velmi ovlivnila vstupní data. Bankovní rada ČNB konzistentně snižuje úrokové sazby pro nastartování investičních projektů, přičemž v současné době jsou sazby skutečně velmi nízko a nemůžou již dále klesat. Investoři však hledí do budoucna a situace se zdá být příznivá.

Druhým faktorem, který byl analyzován, je vztah inflace a akciových kurzů. V tomto případě vyšel korelační koeficient roven 0,45, kde se opět nepodařilo potvrdit teorii očekávaný výsledek slabé negativní závislosti. Finanční krize v roce 2009 až 2011 zahнала inflaci pod cílovanou hranici ČNB stanovenou na 2%. V současné době je inflace pod oním 2% inflačním cílem. Inflace se v poslední době pohybuje kolem kladné nuly a ČN se snaží rozhýbat investice a spotřebu, aby nehrozila deflace. V souladu s očekáváním ČNB, je tedy očekávána postupná konvergence ke 2 %, což by v tomto případě znamenalo doporučit akcie k prodeji.

Co se týče vztahu akciových kurzů a hrubého domácího produktu, tak jsem dospěl k výslednému korelačnímu koeficientu 0,95, což dává za pravdu teorii, která očekává pozitivní vztah. Toto číslo signalizuje velmi silnou pozitivní závislost. Podle prognózy ČNB je možné očekávat pokračující růst HDP. Z toho důvodu bych, dle propočetů z této práce, doporučil titul k nákupu.

Co se týče vývoje peněžní zásoby, měřené ukazatelem M2 a vývojem akciových kurzů, podařilo se zjistit velmi negativní korelaci ve výši 0,41. Z důvodu neustále se zvyšující

peněžní nabídky je očekávan, dle propočtů z této práce, růst akciového kurzu, a tudíž z tohoto hlediska doporučuji akcii k nákupu.

Příliv zahraničního kapitálu v současné době stále převyšuje nad jeho odlivem, z čehož lze vyvodit zájem zahraničních investorů o investování v ČR. Dlouhodobě tomu také nasvědčuje dobré ohodnocení České republiky ratingovými agenturami, včetně výhledu ratingu. Z těchto důvodů bych doporučil nákup akcie.

Ve druhé kapitole jsem se zaměřil na odvětvovou část fundamentální analýzy, kde jsem detailnímu rozboru situaci Fortuny v zemích, kde má své aktivity. Fortuna je silný hráč se zdravou strukturou a velkou příležitostí k růstu hlavně v Polsku. Další možnost k růstu je hlavně v zemích východní Evropy, kde Fortuna dosud nepůsobí.

Firemní fundamentální analýza, která je jako poslední v této práci, konkrétně vypočítává vnitřní hodnotu akcie podle různých výpočetních metod. Pro Fortunu, která v roce 2014 nevyplatila žádnou dividendu, bylo problematičtější zkonstruovat tyto modely, avšak modely nám daly rozdílná doporučení.

Ohledně celkového doporučení k nákupu či prodeji akcie Fortuny zohledním očekávané pohyby makroekonomických veličin. Myslím si nicméně, že je oprávněné se domnívat, že finanční krize je za dávno za námi a poslední rok, dva je ekonomika v hodně dobré kondici. V roce 2014 nebyla vyplacena dividendu z důvodu investice do nových technologií pro dlouhodobé udržení konkurenceschopnosti. Pro rok 2015 se již počítá s vyplacenou dividendou. Globální analýza vyšla pozitivně. Odvětvová analýza vyšla spíše negativně. Firemní analýza, prostřednictvím Gordonova modelu, vidí titul podhodnocen a z výše zmíněných důvodů bude také celkové investiční doporučení znít **nákup**.

Seznam literatury:

BERNSTEIN, P.L. *The Curious History of Stock Prices and Interest Rates*. 1979

DURČÁKOVÁ, MANDEL. *Mezinárodní finance*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2010, s. 28. ISBN 978-80-7261-221-5.

KING, B. *Market and Industry Factors in Stock Price Behavior*. Journal of Business, January 1966.

CHYTKOVÁ, Lucie. *Antimonopolní politika a regulace síťových odvětví*. Brno, 2010. Bakářská práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Ing. Martin Kvizda, Ph.D.

MACÁKOVÁ, Libuše. *Mikroekonomie: Základní kurs*. 10. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 31-45. ISBN 978-80-86175-56-0.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2011, s. 267. ISBN 978-80-86929-70-5.

REVENDA, Zbyněk, a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, s.r.o., 2005, s. 25-26. ISBN 80-7261-132-1.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: Analýza akciových instrumentů*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 461-497. ISBN 978-80-7357-297-6.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2011, s.278-279. ISBN 978-80-7357-647-9.

WOJTYLA, H.L. *Investment Strategy, Rosenkrantz, Ehrenkrantz. Lyon and Ross, May 1980, s.14.*

Zákon č. 90/2012 Sb., *o obchodních korporacích*. In: . Praha, 2012, ročník 2012, číslo 90.

Online zdroje:

ČNB. *ČNB* [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp

Fortuna. *Fortuna Entertainment Group* [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.eu/cz/o_fortuna_group/strategie_a_hodnoty/index.html

Penta investment limited. *Penta* [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z:
<http://www.pentainvestments.com/cs/about.aspx>

ČNB. *ČNB* [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/aukce_sdd.jsp

ČNB. *ČNB snižuje úrokové sazby na rekordní minimum* [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2012/20121101_menove_r_ozhodnuti.html

ČNB. *Cílování inflace v ČR. ČNB.* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

BCPP. *Burza cenných papírů Praha* [online]. Praha, 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
<http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=NL0009604859#OL>

Patria. *Patria* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
<http://www.patria.cz.zdroje.vse.cz/indexy/PX/px-index.html>

Patria. *Patria* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
<http://www.patria.cz.zdroje.vse.cz/akcie/FOREbl.PR/fortuna/hospodareni.html>

Reuters. *Reuters* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
<http://www.reuters.com/finance/stocks/analyst?symbol=FORE.PR>

IDnes.cz. *IDnes* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
http://fotbal.idnes.cz/fotbalova-slavia-meni-majitele-koupila-ji-cinska-skupina-cefc-china-energy-company-limited-gwv-/fotbal.aspx?c=A150904_112643_fot_reprez_pes

Aktualne.cz. *Aktualne.cz* [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
<http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/ceska-ekonomika/ppf-opousti-sazku-jediny-m-vlastnikem-je-komarkova-kkcg/r~i:article:766574/>

Tipsport. *Tipsport* [online]. 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z:
<https://home.tipsport.cz/tiskova-zprava-tiskove-prohlaseni-tipsport-a-s-k-prevzeti-chance-a-s->

TRAXLER, Jan. Zlato, nebo ČEZ?. *Investujeme.cz* [online]. 2011, [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.investujeme.cz/zlato-nebo-cez/>

Úloha měnové politiky. ČNB. ČNB [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html

Ústava České republiky. In: *Hlava šestá, Česká národní banka. 1992. Dostupné z:* <http://www.psp.cz/docs/laws/constitution.html>

Úprava pravidel výpočtu indexů PX a PX-GLOB. *BCPP* [online]. 2010, [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Novinky/Detail.aspx?ka=2415>

Zákon o České národní bance. In: *Zákon č. 6/1993 Sb. 1993.*

Ministerstvo financí České republiky. MFČR [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2015/vlada-schvalila-zakony-ministerstva-fina-22150>

Finanční správa DPH. *Finanční správa* [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/assets/cs/prilohy/d-seznam-dani/Informace-GFR-k-uplatneni-sazeb-DPH-od-1-1-2015.pdf>

Fortuna. *Fortuna Entertainment Group* [online]. Praha, 2015 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.eu/cz/o_fortuna_group/strategie_a_hodnoty/index.html

Výroční zpráva. *Fortuna Enterteitment Group* [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.eu/cz/investori/financni_vysledky/index.html

Seznam obrázků

Obrázek 1-1 Investiční trojúhelník	8
Obrázek 1-2 Změna ceny akcie na různě efektivních trzích.....	15
Obrázek 2-1 Index PX s 2T REPO sazbou	22
Obrázek 2-2 Kurs akcie vs. míra inflace.....	24
Obrázek 2-3 Inflační predikce	24
Obrázek 2-4 Kurs akcie vs. HDP	26
Obrázek 2-5 Predikce HDP.....	26
Obrázek 2-6 Agregát M2 vs. kurz akcie	28
Obrázek 3-1 Životní cyklus odvětví	31
Obrázek 3-2 Sázenost sportů	40
Obrázek 3-3 Počet poboček v jednotlivých státech	41
Obrázek 3-4 Přehled kurzů	43
Obrázek 3-5 Limit vkladu.....	43
Obrázek 3-6 Vývoj počtu zaměstnanců	44
Obrázek 3-7 Vývoj počtu zaměstnanců v ČR.....	45
Obrázek 3-8 Vsazené částky	45
Obrázek 3-9 Vsazené částky - loterie	47
Obrázek 3-10 Hrubé výhry	47
Obrázek 3-11 Vývoj EBITDA	48
Obrázek 3-12 Čistý zisk.....	49
Obrázek 3-13 celkový čistý zisk	49

Seznam tabulek

Tabulka 2-1 Přehled 2T REPO sazby	21
Tabulka 2-2 Míra akcie.....	23
Tabulka 2-3 HDP	25
Tabulka 2-4 peněžní zásoba M2	27
Tabulka 2-5 Rating ČR	29
Tabulka 2-6 Závěrečné shrnutí	30
Tabulka 3-1 Demografická data	35
Tabulka 3-2 Přehled zemí	44
Tabulka 3-3 Sport vs. loterie.....	46
Tabulka 3-4 Závěrečné shrnutí	51
Tabulka 4-1 Závěrečné shrnutí	60

Seznam rovnic

Rovnice 2-1.....	19
Rovnice 4-1.....	53
Rovnice 4-2.....	54
Rovnice 4-3.....	55
Rovnice 4-4.....	55
Rovnice 4-5.....	56
Rovnice 4-6.....	57
Rovnice 4-7.....	57
Rovnice 4-8.....	57
Rovnice 4-9.....	58
Rovnice 4-10.....	58
Rovnice 4-11.....	58
Rovnice 4-12.....	58
Rovnice 4-13.....	59
Rovnice 4-14.....	59

Seznam zkratek :

ČNB	Česká národní banka
ČSU	Český statistický úřad
N.V.	nizozemský ekvivalent zkratky akciové společnosti
HDP	hrubý domácí produkt
DP	diplomová práce
CAPM model	Capital Asset Pricing Model - Model oceňování kapitálových aktiv
P/E	Price earnings ratio
P/BV	Price book value ratio
a.s.	akciová společnost
USA	Spojené státy americké
2TREPO	klíčová sazba v ekonomice určovaná českou národní bankou
PX	Index pražské burzy
3M PRIBOR	3 měsíční mezibankovní sazba – offer
BCPP	Burza cenných papírů Praha
DPH	daň z přidané hodnoty
Q1-Q4	kvartál v roce
M1-M4	agregáty peněžní zásoby v ekonomice
IPO	první vstup firmy na burzu
PPF	Velká investiční skupina
KKCG	Velká investiční skupina
MFČR	ministerstvo financí České republiky
AKO	jednoduchá sázka
DDM	dividendový diskontní model