

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra obchodu a financí**



**Bakalářská práce**

**Využití vnitřní hodnoty při analýze akcie společnosti  
Pegas Nonwovens**

**Lukáš Monhart**

© 2015 ČZU v Praze

# ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra obchodu a financí

Provozně ekonomická fakulta

## ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Lukáš Monhart

Provoz a ekonomika

Název práce

Využití vnitřní hodnoty při analýze akcie společnosti Pegas Nonwovens

Název anglicky

Utilization of the Intrinsic Value in the Analysis of the Shares of Pegas Nonwovens

---

### Cíle práce

Zhodnotit akcii společnosti Pegas Nonwovens s využitím vnitřní hodnoty akcie.

### Metodika

Kompilace a komparace poznatků z odborných pramenů (charakteristika akcie, fundamentální analýzy akcií). Charakteristika metod výpočtu vnitřní hodnoty akcií. Sběr podkladových dat pro výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti Pegas Nonwovens. Výpočet vnitřní hodnoty dané akcie. Vyhodnocení a investiční doporučení.

**Doporučený rozsah práce**

30 – 40 stran

**Klíčová slova**

Akcie, kurz, jmenovitá hodnota, vnitřní hodnota, dividendový model, ziskový model, kapitálový trh, burza.

---

**Doporučené zdroje informací**

- ARNOLD, Glen. Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu. Vyd. 1. Překlad Radek Blaheta. Brno: Computer Press, 2011, 366 s. ISBN 978-80-251-2768-1.
- BLAHA, Zdenek Sid. Jak posoudit finanční zdraví firmy. 3. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2006, 194 s. ISBN 80-726-1145-3.
- GLADIŠ, Daniel. Naučte se investovat. 2. vyd. Praha: Grada, 2005. 174 s. ISBN 978-80-247-1205-5.
- GRAHAM, Benjamin. The intelligent investor a book of practical counsel. New York: PerfectBound, 2003. ISBN 00-605-8328-2.
- HLADÍK, René. Trhy cenných papírů: určeno studentům bakalářského studia ekonomických fakult a všem zájemcům o akcie, dluhopisy a burzu. 1. vyd. Ústí nad Labem: Reneco, 2003, 99 s. ISBN 80-865-6306-5.
- JÍLEK, Josef. Akciové trhy a investování. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2963-3.
- REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 3. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011. 689 s. ISBN 978-80-7418-128-3.
- VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

---

**Předběžný termín obhajoby**

2015/06 (červen)

**Vedoucí práce**

Ing. Jana Žehrová

---

Elektronicky schváleno dne 29. 9. 2014

**Ing. Helena Čermáková, Ph.D.**

Vedoucí katedry

---

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2014

**Ing. Martin Pelikán, Ph.D.**

Děkan

V Praze dne 15. 03. 2015

### Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Využití vnitřní hodnoty při analýze akcie společnosti Pegas Nonwovens" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího bakalářské 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 bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 16.3.2015

\_\_\_\_\_

## Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval vedoucí mé bakalářské práce paní Ing. Janě Žehrové, která mi po celou dobu ochotně pomáhala sestavovat a kontrolovat práci. Dále bych rád poděkoval panu Ing. Janu Raškovi za poskytnutí důležitých informací potřebných pro vypracování bakalářské práce. V neposlední řadě patří mé poděkování celé rodině.

# Využití vnitřní hodnoty při analýze akcie společnosti Pegas Nonwovens

---

## Utilization of the Intrinsic Value in the Analysis of the Shares of Pegas Nonwovens

### Souhrn

Předmětem bakalářské práce je výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti Pegas Nonwovens pomocí vybraných modelů. Práce je rozdělena na dvě hlavní části. Literární rešerše pojednává o charakteristice akcií, pravidlech investování a akciových analýzách s důrazem na analýzu fundamentální. Fundamentální analýza je rozdělena na globální, odvětvovou a firemní analýzu. Firemní fundamentální analýza je přímo spojena s vnitřní hodnotou a vysvětluje jednotlivé modely ke zjištění „správné ceny“. Druhá část začíná představením podniku Pegas Nonwovens. Následně je zhodnocen tržní kurz akcie Pegas Nonwovens vůči její vnitřní hodnotě pomocí dividendového diskontního modelu, ziskových modelů a historického modelu. Porovnání tržního kurzu vůči vnitřní hodnotě akcie Pegas Nonwovens je bráno ke dni 21. 1. 2015. Na závěr je podáno investiční doporučení.

### Summary

The subject of this thesis is to calculate the intrinsic value of shares of Pegas Nonwovens using selected models. The work is divided into two main parts. Review of literature discusses the characteristics of the shares, investment rules and stock analysis, with an emphasis on fundamental analysis. Fundamental analysis is divided into global, industry and company analysis. Company fundamental analysis is directly associated with intrinsic value and explains the various models to determine the "right price". The second part begins with the company Pegas Nonwovens. Subsequently, the assessment of the market price of the share Pegas Nonwovens to its intrinsic value is done using the dividend discount model, profitable models and historical model. Comparing market rate to the intrinsic value of Pegas Nonwovens is taken on 21<sup>st</sup> of January 2015. In conclusion, the investment recommendations are given.

**Klíčová slova:** Akcie, kurz, tržní hodnota, vnitřní hodnota, fundamentální analýza, dividendový model, ziskový model, historický model, kapitálový trh, burza.

**Keywords:** Share, share price, market value, intrinsic value, fundamental analysis, dividend model, profitable model, historical model, capital market, exchange.

## Obsah

1	Úvod .....	9
2	Cíl práce a metodika .....	10
3	Teoretická východiska .....	12
3.1	Akcie .....	13
3.2	Pravidla investování .....	15
3.2.1	Rentabilita .....	16
3.2.2	Rizikovost .....	16
3.2.3	Likvidita .....	17
3.2.4	Diverzifikace .....	17
3.2.5	Investice vs. Spekulace .....	18
3.3	Analýza cenných papírů .....	19
3.3.1	Fundamentální analýza .....	19
3.3.1.1	Globální fundamentální analýza .....	21
3.3.1.2	Odvětvová fundamentální analýza .....	22
3.3.1.3	Firemní fundamentální analýza .....	24
3.3.2	Technická analýza .....	26
3.3.3	Psychologická analýza .....	27
4	Vlastní práce .....	29
4.1	Charakteristika společnosti .....	29
4.2	Výpočet vnitřní hodnoty .....	31
4.2.1	Dividendový diskontní model .....	31
4.2.2	Ziskové modely .....	36
4.2.2.1	Běžné P/E ratio .....	36
4.2.2.2	Sharpovo P/E ratio .....	37
4.2.2.3	Normální P/E ratio .....	39

4.2.3	Historický model.....	41
5	Zhodnocení výsledků.....	43
6	Závěr.....	45
7	Seznam použité literatury .....	47
8	Seznam tabulek.....	49
9	Seznam obrázků.....	49
10	Seznam zkratek.....	50
11	Přílohy.....	51



## 1 Úvod

Moderním trendem je zvyšující se zájem o investování na kapitálových trzích a to zejména z řady laické veřejnosti díky rozvoji informačních technologií, které umožňují obchodovat s akciovými instrumenty po celém světě z pohodlí domova prostřednictvím internetového připojení. Proč se tedy nezajímat o možnost investovat peníze do cenných papírů jako to dělal Warren Buffett, z kterého se stal jeden čas nejbohatší muž světa?

Určitě je možnost jak být lepší než většina investorů, kteří berou obchodování s cennými papíry pouze za jakousi formu vzrušení. Základem úspěchu podle Warrena Buffetta je zdravý selský rozum a „inteligentní investování“, které se vyznačuje, co nejmenším množstvím spekulativním prvkům. Tyto předpoklady jsou dobrým základem pro provedení fundamentální analýzy.

Fundamentální analýza je jednou ze tří analýz používaných pro ohodnocení akciových titulů. Důvodem výběru fundamentální analýzy v této práci je právě myšlenka, postavená na inteligentním uvažování. Zbylé dvě analýzy, technická a psychologická jsou postavené na větším či menším počtu spekulativních prvků a neopírají se o konkrétní ekonomická data.

Fundamentální analýza je složena z globální, odvětvové a firemní fundamentální analýzy. Globální analýza se zabývá především makroekonomickými ukazateli. Z odvětvového hlediska se mimo jiné hodnotí životní cyklus odvětví a tržní struktura odvětví. Pro tuto bakalářskou práci bude mít největší přínos firemní fundamentální analýza, která se zabývá výpočtem vnitřní hodnoty pomocí různých modelů a napoví tak, zda akcii koupit či nikoli.

Vnitřní hodnota je základním kamenem firemní fundamentální analýzy vyjadřující „správnou cenu“ akcie. Metod ke zjištění vnitřní hodnoty je obrovské množství, tato práce se však budeme zabývat jen těmi nejpoužívanějšími se snahou vyvarovat se spekulacím a určit vnitřní hodnotu co nejpřesněji. Kvalita a pečlivost vybraných vstupních dat jsou tak základem úspěchu.

## 2 Cíl práce a metodika

Cílem bakalářské práce je zhodnotit akcii společnosti Pegas Nonwovens obchodované na pražské burze cenných papírů s využitím vnitřní hodnoty akcie ke dni 21. 1. 2015 a podat správné doporučení. Vnitřní hodnoty budou zjišťovány pomocí dividendového diskontního modelu, ziskových modelů a historického modelu. Ohled bude brán zejména na vypovídající schopnost jednotlivých modelů a přesnost vstupních dat, která jsou nezbytná pro dosažení kvalitních výsledků.

Na základě kompilace a studia odborné literatury s využitím internetových zdrojů bude zpracována literární rešerše pojednávající o charakteristice akcií a pravidlech investování jako o výchozím bodě pro obchodování s cennými papíry. Následně budou pomocí těchto publikací vysvětleny jednotlivé analýzy používané k ohodnocení akcií s podrobnějším zaměřením na analýzu fundamentální, kde budou charakterizovány jednotlivé modely pro výpočet vnitřní hodnoty.

Podkladové data potřebné k výpočtům vnitřních hodnot budou pořízeny z internetových zdrojů, především z finančních výsledků společnosti Pegas Nonwovens a z renomovaných agentur zabývajících se financemi.

Výpočet vnitřní hodnoty bude vycházet z aplikace nastudovaných modelů na reálných číslech pro akcii Pegas Nonwovens. Výpočet vnitřní hodnoty bude proveden pomocí následujících modelů:

- **Gordonův dividendový diskontní model:** 
$$VH = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

- **Běžné P/E ratio:** 
$$Běžné \frac{P}{E} = \frac{\text{Tržní kurz akcie}}{\text{Zisk na akcii}}$$

- **Sharpovo P/E ratio:** 
$$\frac{V_0}{E_0} = \frac{p(1+g)}{k-g}$$

- **Normální P/E ratio:** 
$$\left(\frac{P}{E}\right)_N = \frac{p}{k-g}$$

- **Historický model P/S ratio:**  $VH = \left(\frac{P}{S}\right)_H * S_1 = \frac{P_A}{S_A} * S_1$

Legenda:

- VH                    vnitřní hodnota
- $D_0$                  běžná dividenda
- g                     míra růstu dividend
- k                     požadovaná výnosová míra
- p                     dividendový výplatní poměr
- $P_A$                  průměrný historický kurz akcie
- $S_A$                  průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii
- $S_1$                  očekávaná výše tržeb pro příští rok

Poté bude posouzena přesnost provedených výpočtů a výsledky vnitřních hodnot budou porovnány s tržní cenou akcie. Na závěr se provede doporučení pro akcionáře.

Osoba investora či akcionáře zmiňovaná v této bakalářské práci, pro kterou bude dáno doporučení, bude chápána jako osoba, která uvažuje držení akcie na dobu neurčitou, s cílem dosáhnout co nejlepšího výsledku. Osoba, která splňuje předpoklady inteligentního investora.

### 3 Teoretická východiska

#### 3.1 Akcie

Akcie je majetkový cenný papír vyjadřující podíl na akciové společnosti. Jedná se o dlouhodobý cenný papír, který nemá danou dobu splatnosti. Patří mezi nejrozšířenější a nejvýznamnější instrument na kapitálovém trhu (Veselá, 2011).

S akciemi lze obchodovat prostřednictvím burzy cenných papírů nebo na mimoburzovních trzích. Sřetenem poptávky a nabídky na burze vzniká cena akcie neboli kurz. Kurz akcie se neustále mění, jelikož se mění i poptávka a nabídka. V dnešní době k obchodování s cennými papíry už není zapotřebí makléře s platnou licencí, ale stačí pouze komisionářská smlouva a lze obchodovat z pohodlí domova pomocí internetu. Obchodování s cennými papíry se tím pádem stává pro mnoho lidí atraktivní cestou ke zhodnocení svých úspor.

Akcie mohou být vydány v souladu se zvláštním zákonem v listinné nebo zaknihované podobě a musí obsahovat:

- firmu a sídlo společnosti
- jmenovitou hodnotu
- označení formy akcie, u akcie na jméno firmu, název nebo jméno akcionáře
- výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie
- datum emise

Listinná akcie musí obsahovat i číselné označení a podpis člena nebo členů představenstva, kteří jsou oprávněni jménem společnosti jednat k datu emise (Jílek, 2009).

#### *Práva akcionáře*

Akcionář je spoluvlastníkem společnosti, jejíž akcie vlastní, ale za závazky akciové společnosti neručí. Z držby akcie pro akcionáře plyne několik práv, které vymezuje zákon č. 513/1991 Sb.

- Právo podílet se na řízení společnosti – Dává akcionáři právo účastnit se valné hromady, hlasovat na ní, klást otázky, žádat vysvětlení, klást pozměňovací návrhy,

volit orgány akciové společnosti. Počet hlasů závisí na hodnotě držených akcií. Jedna akcie představuje nejčastěji jeden hlas. V jiných případech je způsob hlasování určen ve stanovách společnosti.

- Právo podílet se na zisku společnosti - Dává akcionáři možnost inkasovat dividendu, pokud byla schválena valnou hromadou. Výše dividend na jednu akcii je nejčastěji uváděna v procentech ze jmenovité hodnoty. Principy pro rozdělení zisku určují stanovy společnosti a obchodní zákoník (Veselá, 2011).
- Právo na likvidační zůstatek - V případě zániku má akcionář právo na likvidační zůstatek, v poměru, který odpovídá jmenovité hodnotě jeho akcií v porovnání s ostatními věřiteli.
- Přednostní právo na upsání nových akcií - Akciová společnost dává tuto možnost svým stávajícím akcionářům kvůli zabránění možnému „rozředění“ vlastnictví. Akcionář toto právo může i nemusí využít.

#### *Podoba a forma akcií*

Z hlediska podoby se akcie emitují v listinné podobě anebo v dnes již používanější a praktičtější zaknihované podobě.

- Akcie v zaknihované podobě nemají hmotnou podobu, existují pouze ve formě účetního záznamu v počítačovém systému centrálního depozitáře. U nás jsou zapsány a vedeny v evidenci Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s. (Anonymní akcie, 2013).
- Akcie v listinné podobě mají hmotnou podobu. Skládají se z pláště a kupónového archu s talónem. Listinná akcie obsahuje jméno a sídlo společnosti, jmenovitou hodnotu, označení formy akcie, výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie. Kupónový arch obsahuje kupóny, díky nimž má akcionář právo na dividendu.

Z hlediska formy mohou být akcie emitovány na majitele (doručitele) nebo na jméno.

- Akcie na jméno jsou akcie vydané na jméno určité osoby. Akciová společnost si vede seznam akcionářů, v němž se zapisuje označení druhu akcie, jmenovitá hodnota, firma nebo název právnické osoby nebo jméno a bydliště fyzické osoby, která je akcionářem (Jílek, 2009). Výhodou této formy je větší ochrana proti

odcizení, naopak se akcionář může potýkat s horší prodejností. Jestli-že orgány akciové společnosti nedovolí převoditelnost akcií, je společnost povinna na žádost akcionáře odkoupit akcie za přiměřenou cenu. Akcie na jméno jsou převoditelné rubopisem a předáním (Veselá, 2011).

- Akcie na majitele představují snazší obchodovatelnost, jelikož jsou převoditelná bez omezení, pouhým předáním. Noví ani bývalí vlastníci nejsou povinni tento převod hlásit akciové společnosti (Veselá, 2011). Akciová společnost si seznam akcionářů nevede.

### *Druhy akcií*

Na světovém finančním trhu je možné setkat se s celou řadou různých druhů akcií. Ty se mohou vzájemně lišit různými vlastnostmi, včetně práv, jež jsou s jejich vlastnictvím spojena (Rejnuš, 2011). Nejvíce druhů akcií lze najít v Americe. V České republice je to přesný opak, zde máme pár základních.

- Kmenové akcie jsou nejběžnějším typem akcií. Pro akcionáře platí běžná práva jako hlasovací právo, právo na dividendu a subskripční právo v případě nové emise akcií (Blake, 1995). Dividenda je vyplácena v závislosti na hospodaření akciové společnosti.
- Prioritní akcie dávají akcionáři přednostní práva týkající se dividendy, které jsou předem určené z nominální hodnoty či přednostní právo na likvidační zůstatek, ačkoli s omezeným právem hlasovat na valné hromadě, pokud to uvádějí stanovy. Souhrn jmenovitých hodnot těchto akcií nesmí překročit 50 % základního kapitálu. Prioritními akciemi jsou odměňováni zejména „zasloužilí“ a zkušení zakladatelé akciové společnosti.
- Akcie se zvláštními právy jsou platnou novinkou od roku 2014. V tomto případě musí stanovy společnosti obsahovat pojmenování takových akcií a jasný a určitý popis obsahu zvláštních práv, která jsou s akciemi spojena, a to takovým způsobem, aby o jejich obsahu nebylo pochybností (Strnadová, 2014).

### 3.2 Pravidla investování

Každý investor, který chce být úspěšný, by se měl řídit určitými pravidly, díky kterým může své volné prostředky dobře zhodnotit. Investice do akcií může být určitě jedna z cest jak si přilepšit, ale jako u každé investice je nutné uvědomit si riziko, které toto „řemeslo“ přináší. Je třeba si vyjasnit sumu volných peněz pro investování, určit si dolní ale i horní hranici kurzu, jelikož kurz nemůže stoupat do nekonečna. Důležitým aspektem je zachovat klidnou hlavu a nepouštět se do riskantních rozhodnutí, která povětšinou končí fiaskem. Moudrý investor by se měl pouštět jen do takových investic, u kterých je „Margin of safety“<sup>1</sup> dostatečně hluboký (Gladiš, 2012). Dalším důležitým pravidlem je dobře diverzifikovat, což pro investora představuje obranu proti nepříznivým výkyvům kurzu některých akcií v portfoliu. Každé rozhodnutí se musí předem dobře zvážit, odhadnout tendenci růstu či poklesu. Pokud se ze začátku nedaří, je dobré si uvědomit chyby a ponaučit se z nich.

Rozhodně by neměl obchodovat člověk, který vyhledává v obchodování s cennými papíry pouze vzrušení z možnosti velkého zisku. Takový člověk by měl hledat adrenalin v jiných aktivitách. Velké nadšení z prvních úspěchů by mohlo znamenat chyby v budoucnu, právě díky emocím, kterých by se měl investor vyvarovat. Velkou výhodou mají ti investoři, kteří dokážou odhadnout chování davu lidí a tím i pohyby kurzu.

Poptávka každého investora je determinována třemi obecnými kritérii, která představují alfu a omegu celého procesu investování. Jedná se o kritéria výnosu, rizika a likvidity, která jsou pro investora zcela stěžejní. Těmto faktorům by každý investor měl věnovat nejvíce pozornosti, co se týče jakékoli investice. Racionálně uvažující investor se snaží dosáhnout co nejvyššího výnosu při co nejnižším riziku a co nejvyšší likvidity z dané investice. V praxi však není možné najednou maximalizovat všechna kritéria, a proto investor musí mezi kritérii volit. Pokud se však investor vzdává maximalizace některého kritéria, neznamena to však, že by toto kritérium přestal při svém rozhodování zohledňovat (Veselá, 2011).

---

<sup>1</sup> „Margin of safety“ je bezpečnostní polštář, který vyjadřuje rozdíl mezi kurzem akcie a jeho vnitřní hodnotou.

<sup>2</sup> Systematické riziko vyplývá z ekonomického systému, z trhu a dopadá tak na všechny instrumenty,

### 3.2.1 Rentabilita

Rentabilita neboli výnosnost finančních investic je investičním kritériem udávající míru zhodnocení peněžních prostředků vložených do určitého finančního investičního instrumentu (nebo investičního portfolia) za určité časové období (Rejnuš, 2013). Výnosnost lze řadit mezi nejdůležitější faktor, kterému investoři věnují největší pozornost. Akcie jsou jedním z finančních instrumentů, které dávají šanci na velkou výnosnost, ale zároveň představují velké riziko, které je třeba si uvědomit. Každému jde samozřejmě o co největší zisk. Záleží pouze na investoroce, jak své finanční prostředky investuje, od toho se rozvíjí budoucí zisky či ztráty, ale někdy záleží i na štěstí, protože žádná strategie nezaručí stoprocentní zisk. Portfolio je třeba si rozložit do více instrumentů rovnoměrným způsobem, tak aby ztráta jednoho z nich neznamenal absolutní krach a konec na kapitálovém trhu. Nejlepší portfolio je to, které přináší nadprůměrné zisky oproti ztrátám. Negativní vliv na výnosnost představuje především zdanění a inflace.

### 3.2.2 Rizikovost

Riziko je jedním z důležitých věcí, které si musí každý investor uvědomit. Obecně platí, čím vyšší výnos akcie nabízí, tím vyšší je riziko. Každá investice bývá spojena s určitou mírou rizika. Vzhledem ke skutečnosti, že základním cílem investorů bývá dosažení co nejvyšší výnosnosti, je možno v daném případě rizikovost investic vztáhnout k tomuto cíli a chápat ji jako nejistotu investora spojenou s tím, že se mu nepodaří z předmětného investičního finančního instrumentu dosáhnout očekávané výnosnosti (Rejnuš, 2011).

Existence rizika tedy představuje pro investora určitou nejistotu, že skutečný výnos bude v budoucnu odlišný od očekávaného. Riziko vyplývá z nejistých událostí v budoucnu. Při investování do finančních instrumentů se lze setkat s mnoha riziky, které toto řemeslo obnáší. Jedná se o riziko změn tržní úrokové míry, riziko inflační, riziko událostí, riziko insolvence, riziko ztráty likvidity, riziko měnové a riziko právní (Hladík, 2009).

Každý investor by si měl stanovit maximální míru rizika, kterou je schopen podstoupit a je pro něho únosná. Nejbezpečnější jsou investice ve formě vkladů, které ale nedokážou v delším horizontu překonat inflaci. Za téměř bezrizikovou investici jsou považovány státní dluhopisy, které jsou vhodné pro konzervativní investory, kteří neradi podstupují



velké riziko. Za více rizikové lze považovat akcie, které však přinášejí na úkor rizika zajímavější zhodnocení. Nejrizikovější instrumenty jsou deriváty.

### **3.2.3 Likvidita**

Likvidita znamená schopnost, s jakou lze příslušné aktivum v případě potřeby proměnit bez velkých ztrát za hotové peníze. Za likvidní považuje investor takový investiční instrument, který může prodat během několika minut bez toho, aby zaznamenal ztráty ve své hodnotě (Veselá, 2011).

Likvidita investičního instrumentu je ovlivňována mnoha faktory, jako je druh a charakteristiky daného instrumentu, dále potom charakter trhu, na kterém je daný instrument obchodován (Veselá, 2011). Přesto za nejvýznamnější lze označit změnu agregátní poptávky, ovlivňující likviditu prakticky všech finančních instrumentů, obchodovaných na daném finančním trhu zároveň (Rejnuš, 2011). Čím větší tento objem je, tím větší je likvidita.

Likvidita se odráží v ceně daného instrumentu. Poptávka po likvidnější akcií zvyšuje cenu dané akcie. Investoři zde oceňují právě snadnou možnost přeměny daného instrumentu na peníze (Hladík, 2009).

Za nejlíkvnější aktivum je považována hotovost, dále například pokladniční poukázky a státní dluhopisy. Jako líkvnější lze označit obyčejné, kmenové akcie se všemi standardními právy, které lze bez velkých ztrát přeměnit na akciovém trhu za hotovost. Malou líkvitu lze najít například u nemovitostí, které se mohou v některých případech stát i nezpenžitelné. Platí, že čím lukrativnější objekt a oblast tím větší poptávka a líkvita.

### **3.2.4 Diverzifikace**

Co to vůbec je diverzifikace? Je to rozložení rizika například tím, že se peníze vloží do různých typů investic, do akcií, obligací, nástrojů peněžního trhu. Riziko lze samozřejmě rozkládat i v rámci jednotlivých typů investic. Pokud bude například požadováno diverzifikovat riziko plynoucí z akciových investic, lze toho dosáhnout tím, že místo nákupu akcií jednoho nebo dvou podniků se koupí v menších částkách akcie třeba

patnácti podniků. Tím se výrazně sníží dopad výkyvů cen jednotlivých akcií na hodnotu celého portfolia.

Lze také sestavit akciové portfolio tak, aby obsahovalo akcie podniků různých odvětví případně různých zemí. Tím bude diverzifikováno riziko plynoucí například z chování jednotlivých odvětví, ale také třeba riziko měnové (Gladiš, 2012).

Při větším počtu jednotlivých akcií v portfoliu se omezí dopady chyb investora a částečně náhodné výkyvy vyhlídky na příjemné zisky zlepší. Je však zapotřebí diverzifikovat v rozumné míře a kupovat akciové tituly, o nichž lze předpokládat, že mají dostatečně velký bezpečnostní polštář. Moudrý investor nikdy nekupuje celý trh, ale pouze tituly, o kterých má dostatečné informace.

### **3.2.5 Investice vs. Spekulace**

Co vlastně představit pod pojmem „investor“? „Investor“ je protiklad „spekulanta“. Rozdíl mezi těmito dvěma přístupy je možno vysvětlit následujícím způsobem: „Investiční operace je taková operace, která po důkladné analýze slibuje bezpečnost vkladu a přiměřený výnos. Operace, které nesplňují tyto podmínky, jsou spekulace“ (Musílek, 2011).

Většina lidí pohybujících se na kapitálových trzích se pokládá za investory, ale ve skutečnosti se řadí spíše mezi spekulanty. Samozřejmě, že jsou mezi nimi i skuteční a vědomí spekulanti. Ačkoliv většina lidí, má snahu být investorem. Zdaleka ne každému se to ovšem daří. Proč? Protože jejich investice obsahují příliš mnoho spekulativních prvků (Graham, 2003).

Na spekulacích samotných není nic špatného. V některých případech lze argumentovat tím, že spekulace napomáhají trhům vyrovnávat nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou, přispívají k rychlejšímu a efektivnějšímu fungování trhu a přinášejí trhu likviditu (Gladiš, 2012). Někteří lidé mohou pochopitelně na spekulaci i hodně vydělat, ale riziko při spekulaci je nesrovnatelně vyšší než při investování. Do spekulací se může pustit pouze člověk, který má velké zkušenosti a klíčové informace k dané spekulativní operaci. Pro většinu investorů je však lepší, když se spekulacím vyhnou. Zaměňovat investice za spekulace je nejčastější chyba lidí pohybujících se na kapitálových trzích.

### 3.3 Analýza cenných papírů

Tržní cena akcie na veřejném trhu vzniká pouze střetnutím nabídky a poptávky, přičemž tomuto objektivnímu procesu utvoření tržní ceny předchází subjektivní ohodnocení konkrétního akciového titulu ze strany odlišně motivovaných kupujících a prodávajících (Musílek, 2011). Hlavním cílem investora je dosáhnout co nejvyššího kapitálového zisku díky odhalení podhodnocených či nadhodnocených akcií. Důležitým bodem je také najít nejlepší okamžik nákupu a prodeje vybraného titulu.

V průběhu staletí se v zásadě vytvořili tři zcela rozdílné analytické přístupy ke zkoumání a analyzování vývoje akciových kurzů.

Jedná se o:

- fundamentální analýzu
- technickou analýzu
- psychologickou analýzu

#### 3.3.1 Fundamentální analýza

##### *Vnitřní hodnota*

Základním pojmem v oblasti finančních trhů je tržní hodnota akcie, kterou lze jednoduše zjistit pomocí internetu na kurzovním lístku nebo z novin. Fundamentální analýza předpokládá, že každá akcie má vnitřní hodnotu, ke které lze dojít pomocí údajů vypovídajících o hospodaření podniku. Mezi tržní a vnitřní hodnotou jednoho titulu může být velký rozdíl.

Podobně jako je důležité rozlišovat mezi investicemi a spekulacemi, je důležité rozlišovat mezi cenou a vnitřní hodnotou akcie. Investiční příležitosti se nacházejí v rozdílu mezi tržní cenou a vnitřní hodnotou akcie. Ceny akcií se neustále výrazně mění, aniž by se pohybovaly jejich vnitřní hodnoty. Moudrý investor se soustředí především na vnitřní hodnotu akcie a průběžné fluktuace trhu ho nechávají chladným (Gladiš, 2012). Do svého portfolia vybírá pouze takové akcie, které poskytují dostatečně tlustý bezpečnostní polštář.

Porovnáním kurzu akcie s vnitřní hodnotou lze dojít ke třem možným variantám:

- vnitřní hodnota > tržní cena - akcie je podhodnocena
- vnitřní hodnota < tržní cena - akcie je nadhodnocena
- vnitřní hodnota = tržní cena - akcie je ohodnocena správně

### *Fundamentální analýza*

Fundamentální analýza je nejkompexnějším a nejrozsáhlejším přístupem k objasnění kurzových pohybů. Zabývá se odhalováním a zkoumáním základních a podstatných ekonomických, politických, sociálních, geografických, demografických faktorů a událostí, které determinují vnitřní hodnotu, respektive „správnou cenu (kurz)“ akcie, kolem které aktuální kurz osciluje (Veselá, 2003).

Pomocí fundamentální analýzy lze najít podhodnocené či nadhodnocené instrumenty. Na rozdíl od psychologické analýzy se snaží odhadnout vývoj ve střednědobém až dlouhodobém horizontu. Nevýhoda fundamentální analýzy spočívá v tom, že není jisté kdy a zdali cena dorazí na svoji vnitřní hodnotu a také špatná informovanost o hospodaření některých společností.

Úkolem fundamentální analýzy je najít akcii, jejíž kurz se neshoduje s vypočtenou vnitřní hodnotou. Úspěšný investor musí být schopen stanovit s rozumnou mírou přesnosti vnitřní hodnotu akcie, aby pak mohl těžit z neefektivity trhu, tedy z cen, které se od vnitřní hodnoty akcie značně liší (Gladiš, 2012).

Fundamentální analýza v nezanedbatelné míře svou pozornost soustřeďuje na podstatné globální a odvětvové faktory, které v důsledku skutečnosti, že každá společnost působí a existuje v rámci určitého odvětví a v rámci určité ekonomiky, výrazně ovlivňují hodnotu firmy a jejích akcií (Veselá, 2011). Na vnitřní hodnotu, tedy i na kurz akcií má vliv řada skutečností a ukazatelů jako je: inflace, HDP, úrokové sazby, výsledky společnosti, očekávání nové technologie a další zprávy.

Z hlediska charakteru zkoumaných faktorů lze fundamentální analýzu rozdělit do tří úrovní:

- globální analýza
- odvětvová analýza
- analýza jednotlivé společnosti

### **3.3.1.1 Globální fundamentální analýza**

Hlavním cílem globální analýzy je identifikovat, prozkoumat a zhodnotit vliv celé ekonomiky a trhu (v případě mezinárodního investování pak celých ekonomik a trhů) na hodnotu analyzované akcie (Veselá, 2011). Během let byly v rámci globální fundamentální analýzy vyzorovány určité indikátory sloužící k prognózování budoucího vývoje hospodářského cyklu. Dělí se podle okolností, zda se pohybují s hospodářským cyklem souběžně, zpožděně či jeho vývoj předbíhají.

Jedná se o:

- předbíhající indikátory
- souběžné indikátory
- zpožďující se indikátory

Mezi předbíhající faktory patří peněžní nabídka, akciové kurzy, index spotřebitelských očekávání, změna v cenách materiálu, a jiné. Jelikož druhým vedoucím signálem je vývoj akciového kurzu tak ostatní indikátory k predikci akciového indexu nelze použít. Pouze peněžní nabídka, která se vyvíjí ještě dříve, dává možnost odhadu vývoje kurzu. Její zvýšení působí na akciové kurzy kladně.

Samotný vývoj hospodářského cyklu je ovlivňován řadou významných makroekonomických faktorů, jejichž změna má za následek růst či pokles akciových kurzů. Během let byly vyzorovány určité vztahy a zákonitosti mezi těmito faktory a kurzy akcií, které slouží jako východisko k prognózování vývoje akciových kurzů. Mezi faktory jejichž růst způsobuje růst akciových kurzů a naopak jejich pokles má za následek snížení kurzů, patří:

- reálný výstup ekonomiky

- změna peněžní nabídky
- mezinárodní pohyb kapitálu
- kvalita investičního prostředí
- změna akciových kurzů na světových trzích

Vedle těchto faktorů lze najít i takové, jejichž zvýšení má za následek pokles kurzu a naopak. Mezi tyto faktory patří například:

- úrokové sazby
- inflace
- míra zdanění

Kromě těchto faktorů lze v literatuře najít ekonomické a politické šoky, které se na akciových trzích projevují negativně, jelikož přicházejí nečekaně a nepravidelně. Jedná se především o obchodní a celní války či válečné konflikty.

Lze také zmínit, že český trh stejně jako většina ostatních trhů je ovlivněn více či méně americkým trhem. Provázanost s americkým trhem je nejvíce patrná v dobách krize. Z toho plyne, že vedle makroekonomických faktorů je zapotřebí věnovat velkou pozornost i globální tržní situaci.

### **3.3.1.2 Odvětvová fundamentální analýza**

Po zohlednění makroekonomických faktorů je důležité soustředit se na promítnutí odvětvových faktorů do analyticko-investičního rozhodování (Musílek, 2011). Hlavní úkol odvětvové analýzy spočívá v prozkoumání a prognózování vlivu specifických odvětvových rysů na vnitřní hodnotu akcie. Je třeba se zaměřit na identifikaci a charakteristiky jednotlivých odvětví, v němž daná společnost působí. Z důvodu že jednotlivá odvětví jsou rozdílně citlivá na vývoj ekonomiky.

Za faktory ovlivňující jednotlivá odvětví, které mají vliv na zisky, tržby, vnitřní hodnotu a akciové kurzy lze považovat:

- citlivost odvětví na hospodářský cyklus
- životní cyklus odvětví
- tržní struktura odvětví

- způsoby státní regulace v odvětví
- perspektivy budoucího vývoje odvětví

#### *Citlivost odvětví na hospodářský cyklus*

Z hlediska citlivosti na hospodářský cyklus se jednotlivá odvětví dělí na odvětví cyklická, neutrální a anticyklická. Rozdíly mezi jednotlivými odvětvími lze najít podle intenzity reakce, časového okamžiku reakce a hlavně směru reakce vzhledem k vývoji hospodářského cyklu.

Cyklická odvětví vykazují velmi vysoké kurzové vzestupy v období expanze a naopak výrazně klesají v období recese. Lze říci, že kopírují hospodářský cyklus, respektive je samy „modelují“ jelikož víceméně předbíhají vývoj ekonomiky. Kupující může nákup určitých statků nebo služeb v tomto odvětví odložit a realizovat až za zlepšené důchodové situace. Společnosti z cyklických odvětví tak rychle ztrácejí odbyt v období recese, což má negativní dopad na tržní cenu akcií (Veselá, 2003). Typickým příkladem je automobilový průmysl, stavebnictví a průmysl dlouhodobých spotřebních statků.

Neutrální odvětví jsou taková, která nejsou příliš ovlivněna hospodářským cyklem. Jedná se zejména o odvětví nezbytných statků (potravinářský průmysl, farmaceutický průmysl) a dále o odvětví produkující statky s nízkou cenovou elasticitou jako cigarety a alkohol (Hladík, 2009).

Výjimečným případem jsou odvětví anticyklická, které vykazují dobré výsledky v období recese.

#### *Životní cyklus odvětví*

Dalším důležitým faktorem ovlivňující akciové kurzy, je životní cyklus odvětví. Životní cyklus lze chápat jako sled vývojových fází, jimiž dané odvětví prochází. V jednotlivých fázích vykazují zisky, tržby i kurzy zcela odlišný vývoj.

Životní cyklus je členěn na tři fáze. Pionýrská fáze je charakteristická prudkým vzestupem poptávky po nových nebo inovovaných produktech. V této fázi dosahuje většina firem nadprůměrných zisků. Díky vysoké konkurenci je však pozice jednotlivých firem

nestabilní což lze vypořádat i na tržním kurzu akcií. Analyzovat a prognózovat vývoj akcií těchto firem je velmi riskantní a obtížné (Veselá, 2011).

V druhé fázi rozvoje, se setkáváme pouze s firmami, které přežily pionýrskou etapu. Odvětví se stabilizuje a jednotlivé společnosti se stávají silnějšími. Kurzy akcií nevykazují již tak enormní volatilitu.

Pro poslední fázi stabilizační je typická vysoká stabilita ve vývoji tržeb, zisků, vnitřních hodnot a akciových kurzů. Společnosti získávají dominantní postavení. Volatilita cen akcií je velmi nízká a pro analytiky je jednodušší prognózovat jejich vývoj. Postupně však v odvětví dochází ke schopnosti dalšího růstu, načež reagují akciové kurzy výrazným poklesem a dochází k dočasné stagnaci před zahájením nové pionýrské etapy (Veselá, 2003).

### **3.3.1.3 Firemní fundamentální analýza**

Po provedení globální a odvětvové fundamentální analýzy se může analytik věnovat konkrétní akciové společnosti. Hlavní roli zde hraje již zmiňovaná vnitřní hodnota akcie. Důkladnou analýzou a výpočtem lze zjistit, zdali je společnost ohodnocena správně či nikoli. V zásadě dva různí analytici dojdou k jiné vnitřní hodnotě, protože jak už bylo řečeno, výpočet vnitřní hodnoty je spojen s mnoha subjektivními prvky. Záleží tedy pouze na pohledu každého investora, jaké hodnoty ve výpočtu použije. Čím více jsou v analýze použity subjektivní prvky, tím větší je nepřesnost vypočtené vnitřní hodnoty.

Čím více dokáže investor pracovat s finančními výkazy dané společnosti, tím více může provádět důkladnější analýzy a s větší přesností tak určit vnitřní hodnotu (Gladiš, 2012). Kvalita zveřejněných finančních výkazů hraje tak důležitou roli v určení vnitřní hodnoty.

Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie byla vyvinuta celá řada metod a modelů. Jednotlivé metody mohou dávat různé výsledky, jelikož každá pracuje s jinou řadou subjektivních prvků, je tedy na zkušenosti analytika, kterému modelu dá přednost (Hladík, 2009). Většina modelů pracuje s hodnotami očekávanými a tak jsou výsledky mnohdy nepřesné.

Mezi nejpoužívanější modely patří zejména:

- dividendové diskontní modely



- ziskové modely
- historické modely
- cash flow modely
- bilanční modely

#### *Dividendové diskontní modely*

Dividendové diskontní modely patří mezi nejčastěji používané modely. Vychází z budoucích příjmů, které by za určitých podmínek mohli akcionáři z akcie obdržet ve formě dividend (Veselá, 2011). Při oceňování pomocí dividendových diskontních modelů je tedy potřeba předpovědět vývoj výše budoucích dividend. Rozhodnutí o výši vyplacených dividend podává valná hromada společnosti. Jeho nevýhodou je, že není aplikovatelný na společnosti, které nevyplácí žádné dividendy (Gladiš, 2012).

#### *Ziskové modely*

Ziskové modely patří rovněž k nejpoužívanějším. Na rozdíl od dividendových modelů ovšem nevycházejí z očekávaných dividend, ale z velikosti očekávaného čistého zisku na akcii (Rejnuš, 2011). Zaměřují se na kratší investiční horizont a respektují časovou hodnotu peněz.

Největší výhodou ziskových modelů je jejich menší pracnost, naopak, nevýhodou některých ukazatelů je nemožnost vypočítat absolutní částku vyjadřující vnitřní hodnotu. Některé z ukazatelů tak vyjadřují pouze její drahost či levnost vůči trhu, odvětví nebo skupinou podobných akcií.

#### *Historické modely*

Historické modely pracují s veličinami akciového kurzu, tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Minulý vývoj uvedených veličin průměrují a z vypočtených průměrů vytvářejí historické poměry vždy průměrného akciového kurzu k průměrným hodnotám zbývajících veličin. Historické poměry poté násobí příslušnou očekávanou veličinou tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Výsledná hodnota tohoto součinu může reprezentovat vnitřní hodnotu akcie (Veselá, 2011).

Cílem je určit, zda je aktuální tržní kurz vyšší než průměrná historická úroveň nebo naopak. Je třeba vzít v úvahu, jestli v blízké době nedojde k zásadním změnám firemních

či odvětvových charakteristik, které by mohli způsobit odchýlení sledovaných veličin od jejich historické úrovně (Veselá, 2003). Tyto modely nejsou rozhodně tak oblíbené jako dividendové diskontní a ziskové modely, ale slouží spíše jako doplňkové k metodám respektující časovou hodnotu peněz.

#### *Cash flow modely*

Dividendové diskontní modely jsou založeny na předpokladu, že jediný tok hotovosti k akcionářům jsou dividendy. Dividendy ovšem reprezentují jen část zisku společnosti. Ta druhá část zisku, která zůstává v jejím majetku, je využita k dalšímu rozvoji podnikání. Zahrnutím i této části zisku byly sestrojeny modely volného toku hotovosti (Gladiš, 2012).

#### *Bilanční modely*

Bilanční modely označují skupinu metod, které při výpočtu vnitřní hodnoty akcie vycházejí ze zveřejněných účetních výkazů akciové společnosti (Veselá, 2011). Za společnou výhodu prakticky všech druhů bilančních modelů lze považovat poměrně snadnou dostupnost všech potřebných vstupních údajů a jednoduchost výpočtu. Naopak jejich nevýhoda je spatřována v tom, že oceňují aktiva podniku na základě účetních hodnot a nikoli na základě tržní hodnoty. Nedodržují tak časovou hodnotu peněz (Rejnuš, 2013).

### **3.3.2 Technická analýza**

Technická analýza je nejstarším analytickým přístupem zabývající se vývojem kurzů, cenných papírů či cen komodit. Její aplikace byla běžnou záležitostí již v 18. století v Asii. Principy technické analýzy shrnul Charles H. Dow. Vycházel z předpokladu, že většina akcií na trhu vykazuje obdobné chování (Veselá, 2003).

Technickou analýzu je možné chápat jako analýzu, jež se pokouší o prognózování kurzových pohybů a budoucích trendů na základě studia grafů, které znázorňují minulý vývoj trhu či vývoj kurzu analyzované akcie. Nezabývá se vůbec fundamentálními faktory, které mají vliv na cenu a vnitřní hodnotu akcie. Techničtí analytici jsou přesvědčeni, že „pouze ti, kteří studují grafy, jsou schopni rozpoznat, co přijde“. Nezajímají se tedy o finanční situaci společnosti, o její zisky, dividendy a budoucí výhled. Technická analýza je čistě spekulativní a postrádá princip bezpečnostního polštáře.

Základní principy technické analýzy je možné shrnout do tří tezí:

- Ceny obsahují veškeré informace a události trhu - Tento princip předpokládá, že akciové kurzy odrážejí všechny informace, které jsou známé a důležité ve vztahu k danému akciovému titulu. Reakce akciového kurzu v souvislosti s danou informací je však pomalá. Toto postupné přizpůsobování kurzu, vede ke vzniku trendů ve vývoji kurzů, které nějakou dobu trvají. Předmětem zájmu je pohyb kurzu sám o sobě (Veselá, 2003).
- Existují vzory v pohybu kurzů - Tento princip předpokládá, že existuje skupina vzorů, jejichž podoba a základ je analytikům dostatečně znám, díky nimž se pokoušejí prognózovat budoucí vývoj akciového kurzu.
- Historie se opakuje - Reakce lidí na podněty se zpravidla opakuje, je tedy možné počítat s určitými zákonitostmi.

Největším problémem technické analýzy zůstává fakt, že historie se přesně neopakuje, a tudíž není možné očekávat ani přesné opakování vzorců, což dává velký prostor pro subjektivní úsudek analytika, ale tím i pro možné nepřesnosti ve výsledku analýzy (Veselá, 2011).

### **3.3.3 Psychologická analýza**

Na akciových trzích se setkává obrovské množství kupujících a prodávajících, kteří jsou ovlivňováni velkým množstvím faktorů. Na jedné straně se jedná o faktory fundamentálního charakteru a na druhé straně se investor nerozhoduje v izolovaném prostředí, ale je součástí „kolektivní investiční hry“ (Musílek, 2011). Některé mají racionální charakter a jiné naopak neracionální (psychologický) charakter. Ve většině případů převažují faktory neracionálního charakteru (Jílek, 2009). Rozhodující determinantou tohoto chování je tedy podle psychologů lidská psychika. Psychologičtí analytici hledají impuls, který vedl investory k tomu, že masově nakupovali, což podpořilo růst kurzu nebo ve většině prodávali, čímž následně klesaly kurzy. Hledají tedy impuls, jenž v nich vyprovokoval s ohledem na lidskou psychiku jistý druh chování. Jelikož je investování kolektivní záležitostí, stává se stěžejním bodem analýzy psychologie davu.

Jejíž srozumitelné vysvětlení poskytl francouzský sociolog, psycholog, matematik a lékař Gustave Le Bon (Veselá, 2011).

Podle Le Bona ztrácí jedinec po vstupu do davu racionální uvažování a jeho chování začnou ovládat emoce. Díky tomu nemá celkový dav racionální uvažování a chová se iracionálně (Veselá, 2003). V teorii trhů lze takové chování popsat například jako reakci investorů na nové zpravodajské typy, které se tak stávají zmanipulovanými a je těžké odhadnout jejich reakci. Jeho dílem se inspirovalo a dále rozvíjelo spoustu známých osobností jako André Kostolany nebo J. M. Keynes.

Základem úspěchu této teorie je poznat chování davu a nepodlehnout emocím. Jedinec v davu ztrácí zábrany, dělá přehnané reakce a lehce podléhá emocím, neřídí se událostmi z minula ani racionálním myšlením. Jeho chování tedy těžko předvídat. Důležité je dávat si pozor na některé rady investorů, makléřů a spekulantů a brát vše s rezervou.

## 4 Vlastní práce

### 4.1 Charakteristika společnosti

Nyní kdy jsou všechny důležité pojmy pro tuto práci vysvětleny v teoretické části, je možné pustit se do praktické části, tedy do výpočtu vnitřní hodnoty. Nejdříve však než bude vypočtena vnitřní hodnota jednotlivými modely, bude dobré si činnost firmy Pegas Nonwovens a její specifické charakteristiky přiblížit.

Společnost Pegas Nonwovens se zabývá výrobou netkaných textilií používaných zejména na trhu osobních hygienických výrobků (jako jsou dětské plenky, výrobky pro inkontinenci dospělých a dámské hygienické výrobky) a dále, v menší míře, do stavebnictví, zemědělství a lékařských aplikací. Od roku založení 1990 se společnost stala za více než 20 let největším výrobcem netkaných spunbond textilií v regionu Evropy, Středního východu a Afriky.

Většina produkce společnosti Pegas je soustředěna do dvou tuzemských výrobních závodů, konkrétně v Příměticích u Znojma a v Bučovicích u Brna. V těchto závodech je v provozu celkem devět výrobních linek. Díky zahraniční expanzi byla realizována poslední desátá výrobní linka v Egyptě, která byla dokončena ve 3Q 2013 (Pegas Nonwovens, 2014).

Z finančního výkazu společnosti lze zjistit, že výše čistého dluhu k 30. září 2014 dosáhla 143,9 milionu EUR, o 3,6 % méně ve srovnání s 31. prosincem 2013. Pokles externího zadlužení souvisí s dokončením první výrobní linky v Egyptě, kdy tato investice začala generovat provozní cash flow.

Čistý zisk dosáhl za prvních devět měsíců roku 2014 19,5 milionu EUR, meziročně o 115,0 % více z důvodu přínosu egyptské výrobní linky jako v případě snížení čistého dluhu.

Tržní kapitalizace je na základě kurzu ke dni 21. 1. 2015 a počtu emitovaných akcií něco málo přes 6 miliard korun.

Důležitou roli hraje i příznivá hodnota ukazatelů tržní hodnoty podniku pro současné či budoucí investory, kterým ukazuje, jakou návratnost mohou očekávat od vložených

prostředků. Vyjadřují, jak trh hodnotí minulou činnost podniku a budoucí výhled (Management Mania, 2014).

Mezi nejčastěji používané ukazatele patří:

- Čistý zisk na akcii neboli EPS se získá vydělením čistého zisku společnosti počtem emitovaných akcií. Značí, kolik korun čistého zisku připadá na jednu akcii.
- Výplatní poměr neboli payout ratio značí, jak velký podíl čistého zisku je vyplácen akcionářům. Vypočte se podílem dividendy na akcii a čistého zisku na akcii.
- Aktivační poměr značí velikost zisku použitého na reinvestice v podniku.
- Dividendové krytí neboli dividend cover vyjadřuje kolikrát je dividendy pokryta ziskem na ní a značí tak možnost využití zisku pro jiné účely.
- Dividendový výnos značí procentní zhodnocení investice dle velikosti poměru dividend a tržního kurzu.

Hodnoty jednotlivých ukazatelů pro společnost Pegas Nonwovens jsou vypočteny v následující tabulce:

**Tabulka 1: Vybrané ukazatele tržní hodnoty společnosti Pegas Nonwovens**

Ukazatele tržní hodnoty				
EPS	Výplatní poměr	Aktivační poměr	Dividendové krytí	Dividendový výnos
58,96 Kč	0,52	0,48	1,92	4,67 %

Zdroj: *Vlastní výpočty na základě finančních výsledků za prvních devět měsíců roku 2014 společnosti Pegas Nonwovens*

Hodnota čistého zisku na úrovni 58,96 Kč je z posledních uveřejněných finančních výsledků z období prvních 9 měsíců roku 2014 a je velice příznivá. Takto velká hodnota je dána zejména přínosem egyptské výrobní linky (Pegas Nonwovens, 2014).

Výplatní poměr spolu s aktivačním poměrem značí téměř vyrovnanou hodnotu v podobě vyplaceného zisku akcionářům a zisku použitého na reinvestice.

Dividendové krytí značí, že dividenda je krytá 1,92 krát hodnotou čistého zisku na akcii, což je velice příznivé pro použití čistého zisku na jiné účely v podniku. A na závěr dividendový výnos s hodnotou 4,67 % je na české poměry velice slušný. Také je zapotřebí vzít v úvahu, že hodnoty vyplácených dividend jsou velice stabilní.

## 4.2 Výpočet vnitřní hodnoty

Nyní, kdy jsou uvedeny konkrétní ukazatele tržní hodnoty, a vývoj důležitých finančních hodnot pokračuje dobrým směrem, je možné začít s výpočtem vnitřní hodnoty. Výpočet vnitřní hodnoty akcie Pegas Nonwovens bude proveden pomocí dividendového diskontního modelu, ziskových modelů a historického modelu.

### 4.2.1 Dividendový diskontní model

Jako první model použitý ke stanovení vnitřní hodnoty bude nejpoužívanější a nejpoblárnější dividendový diskontní model a to Gordonův model. Gordonův dividendový diskontní model předpokládá nekonečnou dobu držby akcie a je použitelný v případě, kdy jsou splněni následující předpoklady:

- Růstová míra dividend je konstantní.
- Požadovaná výnosová míra je větší než růstová míra dividend (Musílek, 2011).

Úroveň vnitřní hodnoty je determinována právě faktory jako je míra růstu dividend a požadovaná výnosová míra, jež představují nezbytné vstupní údaje pro Gordonův dividendový diskontní model (Veselá, 2003). Základem úspěchu správného ohodnocení titulu spočívá v kvalitě vstupních dat. Přesnost vstupních dat je zcela zásadní a určuje tak i úspěšnost investičního rozhodnutí.

Matematické vyjádření Gordonova modelu je následující:

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

Nyní je zapotřebí určit co nejpřesněji míru růstu dividend a požadovanou výnosovou míru, které hrají zásadní roli ve výpočtu vnitřní hodnoty.

## Historická míra růstu dividend

Historická míra růstu dividend je podložena historickými údaji o vyplácených dividendách. Pro odhad měr růstu dividend v budoucnu stačí jako vstupní data přehled s hodnotami vyplácených dividend z minulých let.

V tabulce jsou vypsány dividendy s procentuálním přírůstkem oproti minulému období. Historická míra dividend se v tomto případě bude počítat od roku 2008, je sice pravda že tento rok byl rokem světové krize, ale jak je vidět v tabulce vyplácených dividend se krize na společnosti Pegas Nonwovens neprojevila. Naopak společnost vykazuje mimo rok 2013 stabilní růst dividend. Co se týče vyplácených dividend je společnost Pegas Nonwovens v České republice velice stabilní. Historický vývoj vyplácených dividend společností Pegas Nonwovens je následující:

**Tabulka 2: Historický vývoj vyplácených dividend**

Rok	Dividenda (Eur)	g mezi lety
2008	0,85	-
2009	0,90	5,88%
2010	0,95	5,56%
2011	1,00	5,26%
2012	1,05	5,00%
2013	1,05	0%
2014	1,10	4,76%

Zdroj: *Vlastní výpočty na základě informací o vyplácených dividendách společnosti Pegas Nonwovens*



Historickou míru růstu dividend mezi jednotlivými roky lze jednoduše zjistit pomocí tohoto matematického zápisu:

$$g = \left( \sqrt[t]{\frac{D_m}{D_s}} \right) - 1$$

Pro výpočet míry růstu dividend se použije průměr aritmetický vážený, kde se k jednotlivým rokům přiřadí váhy 5, 8, 12, 20, 25 a 30% od nejstarší hodnoty. Průměrný růst dividend byl vypočten pomocí váženého aritmetického průměru na hodnotu 3,798%.

### **Požadovaná výnosová míra**

V případě modelů respektující časovou hodnotu peněz, do kterých patří i Gordonův dividendový diskontní model je zapotřebí určit požadovanou výnosovou míru jakožto nezbytný vstupní údaj, který je nezastupitelným nástrojem při převodu budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu (Veselá, 2011).

Přesnost a adekvátnost stanovení požadované výnosové míry, generuje zároveň přesnost a adekvátnost vypočtené vnitřní hodnoty akcie a výsledek celého vyhodnocení. Růst rizika a pokles likvidity by se měl zákonitě projevit na růstu požadované výnosové míry téhož instrumentu.

Způsobů jakým je možné stanovit požadovanou výnosovou míru je několik, ale nejznámější a nejpoužívanější z nich je CAPM model.

CAPM model definuje vztah mezi očekávaným výnosem a systematickým rizikem<sup>2</sup> investičního instrumentu. Filosofii modelu CAPM je myšlenka, že majiteli bezrizikového instrumentum přísluší pouze bezriziková výnosová míra, kterou plní například státní pokladniční poukázky či střednědobé státní dluhopisy. Investor, který je ochoten nést určitou míru rizika spojeného s držbou cenného papíru, může výměnou za to počítat s vyšší výnosovou mírou.

---

<sup>2</sup> Systematické riziko vyplývá z ekonomického systému, z trhu a dopadá tak na všechny instrumenty, nelze jej diverzifikovat.

Pro získání hodnoty požadované výnosové míry na základě modelu CAMP, je nejdříve zapotřebí určit tyto veličiny:

- bezrizikovou výnosovou míru
- prémii za systematické riziko

#### *Bezriziková sazba $R_f$*

Bezriziková sazba je výnos, kterého je možno dosáhnout investicí do dluhopisů s minimálním, v ideálním případě nulovým rizikem v téže zemi a měně, v níž se nachází společnost (Gladiš, 2012). Společnost Pegas Nonwovens je považována za českou společnost, ale jelikož nově otevřela výrobní linku v Egyptě, je nutné počítat i s bezrizikovou sazbou egyptských dluhopisů. Za bezrizikovou sazbu je nutné brát sazbu na dluhopisech vydaných českou a egyptskou vládou s nejdelší dobou splatnosti, která je stanovena na 10 let. Ke dni 21. 1. 2015 tato hodnota v případě českých dluhopisů činí 0,5 % a v případě egyptských dluhopisů 4,3 %. Pro určení bezrizikové výnosové míry bude použita v případě českých dluhopisů váha 70% a v případě egyptských dluhopisů váha 30%. Po sečtení bezrizikové sazby českých a egyptských dluhopisů má bezriziková výnosová míra hodnotu 1,64 %.

#### *Prémie za systematické riziko $\beta(R_m - R_f)$*

Riziková premie je odměna za podstoupené riziko za investování do cenného papíru s rizikem vyšším, než jaké nesou státní dluhopisy dané země. Dva investoři z pravidla požadují různé výnosy, což se projeví na hodnotě rizikové premie a zároveň na výsledné vnitřní hodnotě akcie. Zatímco bezrizikovou výnosovou míru lze považovat za objektivní, riziková premie není něco, co existuje samostatně, ale je pouze subjektivním odrazem postoje investora k riziku. Tržní výnosová míra, která je produkována indexem PX, se snižuje o bezrizikovou výnosovou míru a celý rozdíl je násoben beta koeficientem.

Beta faktor byl vypočten společností Bloomberg pro Pegas Nonwovens ve výši 0,51. Anualizovaná tržní výnosová míra indexu PX za období 2002-2014 činí 7,5 % (Raška, 2015).

Požadovaná výnosová míra se získá součtem bezrizikové sazby a premií za systémové riziko. Vyjádření požadované výnosové míry je následující:

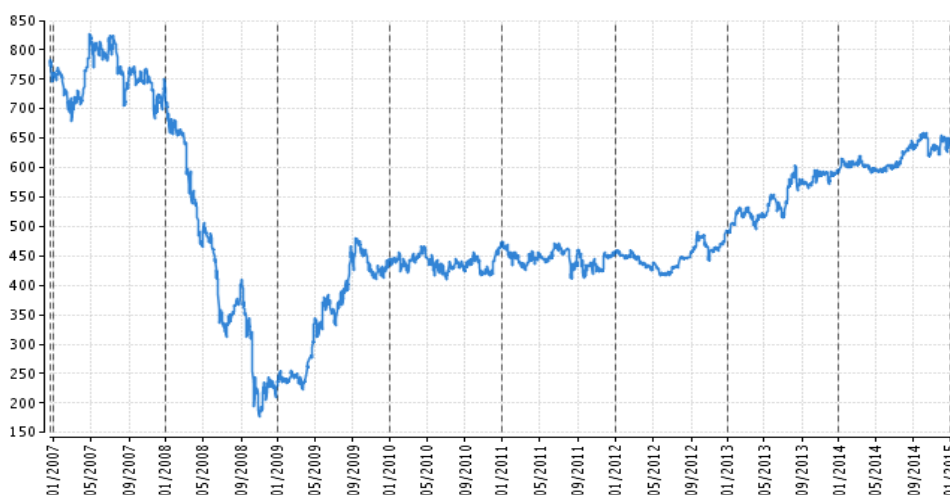
$$k = R_f + \beta(R_m - R_f) = 1,64 + 0,51(7,5 - 1,64) = 4,6286 \%$$

Dne 21. 1. 2015 bylo Euro prodáváno za 27,945 Kč a akcie Pegas Nonwovens byla obchodována na pražské burze cenných papírů za 658 Kč. Za běžnou dividendu je dosazena poslední dividendu z roku 2014, která činí 1,1 Eur, v přepočtu 30,7395 Kč. Nyní, kdy jsou všechny vstupní údaje vypočtené, je možné provést výpočet vnitřní hodnoty pomocí Gordonova dividendového diskontního modelu.

$$VH = \frac{30,7395(1 + 0,03798)}{0,046286 - 0,03798} = 3841,44 \text{ Kč}$$

Po dosazení konkrétních veličin vyjde vnitřní hodnota 3841,44 Kč na akcii. Při ceně 658 Kč za akcii v porovnání s vnitřní hodnotou 3841,44 Kč, činní bezpečnostní polštář 3183,44 Kč (82,87%). Při pohledu na historický vývoj akcií Pegas je na první pohled vidět, že k této hodnotě se akcie nikdy nepřiblížila a tím pádem je tato hodnota spíše nereálná.

**Obrázek 1: Historický vývoj kurzu akcie Pegas Nonwovens**



Zdroj: <http://www.pegas.cz/informace-o-akciich>

## 4.2.2 Ziskové modely

### 4.2.2.1 Běžné P/E ratio

Nejoblíbenějším a nejfrekventovanějším ukazatelem ze ziskových modelů je bezesporu ukazatel P/E (price/earnings) ratio. Ukazatel P/E ratio dává do poměru kurz akcie a čistý zisk na akcii. Vyjadřuje, kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu zisku produkovaného společností, jež danou akcii emitovala (Veselá, 2011). Tento poměr nazývaný běžné P/E, se vypočte dle kurzu akcie ke dni 21. 1. 2015 a podílem hodnoty čistého zisku na akcii neboli EPS, která musí být zveřejněna ve výkazu zisku a ztrát. Obecně se uvádí, že čím menší je hodnota P/E tím více by měla být akcie podhodnocená a naopak. Daniel Gladiš ve své knize „Naučte se investovat“ uvádí, že by se mělo investovat do akcií pouze s hodnotou P/E menší než 15. Poslední uveřejněná hodnota čistého zisku na akcii za celý rok společnosti pegas Nonwovens je z finančních výsledků z roku 2013.

Hodnota běžného P/E je následující:

$$\text{běžné } \frac{P}{E} = \frac{658}{4,19175} = 156,98$$

Výsledná hodnota je příliš velká a vyhodnocuje akcii jako velice nadhodnocenou. Pokud bude proveden výpočet anualizovaného P/E za 3Q 2014, kde je hodnota EPS 31,58 Kč, dojde se k výrazně jinému, lepšímu, ale ne uspokojujivému výsledku.

$$\text{anualizované P/E za 3Q 2014: } \text{běžné } \frac{P}{E} = \frac{658}{31,57785} = 20,84$$

A nakonec jako nejlepší se jeví situace pro rok 2014, kde se hodnota čistého zisku na akcii z období prvních 9 měsíců pohybuje na hranici 58,96 Kč. Výsledkem je poté hodnota 11,16, která splňuje tvrzení ohledně P/E nižšího než 15, odpovídající podhodnocené akcii.

$$\text{období prvních 9 měsíců za rok 2014: } \text{běžné } \frac{P}{E} = \frac{658}{58,96395} = 11,16$$

Samotná hodnota běžného P/E však nemusí říct s jistotou, zda se jedná o podhodnocenou či nadhodnocenou akcii. Vedle firemních faktorů je hodnota P/E ovlivňována rovněž

globálními a odvětvovými faktory, specifickými pro danou ekonomiku. To má za následek, že průměrná hodnota ukazatele P/E ratio se může v jednotlivých ekonomikách značně lišit (Veselá, 2011). Vždy by se tato hodnota měla srovnat s podniky operující ve stejném odvětví a nejlépe i s podniky podobné velikosti, shodné stability a stejné možnosti růstu. Dle společnosti Bloomberg je akcie Pegasu s P/E ratio ve výši 10,14 v porovnání s konkurenty pracující ve stejném odvětví podhodnocena a to právě díky nejnižšímu P/E (Raška, 2015).

Pro další vyhodnocení je ukazatel běžné P/E ratio vhodné srovnat s ukazatelem Sharpova P/E ratio.

#### 4.2.2.2 Sharpovo P/E ratio

Ukazatelem Sharpova P/E ratio je možné vypočítat rovněž vnitřní hodnotu akcie vyjádřenou v relativní podobě, jako tomu je u ukazatele běžné P/E ratio. Pro vzájemné srovnání je důležité vypočítat hodnotu Sharpova P/E ratio podle vzorce:

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

Hodnota  $p$  značí dividendový výplatní poměr, jehož hodnota za rok 2013 byla 7,33. Hodnoty růstové míry dividend a požadované výnosové míry budou stejné jako u Gordonova dividendového diskontního modelu.

$V_0/E_0$  za rok 2013:

$$\frac{V_0}{E_0} = \frac{p(1 + g)}{k - g} = \frac{7,3333 * (1 + 0,03798)}{0,046286 - 0,03798} = 916,42$$

Obecně platí, že převyšuje-li Sharpovo P/E ratio běžné P/E ratio jedná se pravděpodobně o podhodnocenou akcii a naopak.

V případě, kdy se do dividendového výplatního poměru zahrne čistý zisk z akcie za rok 2013, se hodnota Sharpova P/E dostane vysoko nad úroveň běžného P/E. Tato hodnota je však zcela odtržená od reality. Je to dáno zejména tím, že hodnota EPS je menší než vyplacená dividenda což přináší takto velkou hodnotu Sharpova P/E. Za takto nízkou

hodnotu EPS můžou nerealizované kurzové ztráty z roku 2013 (Pegas Nonwovens, 2014). Situace tohoto typu je však dlouhodobě neudržitelná, protože hodnota dividendového výplatního poměru by měla být vždy menší než jedna. Pokud bude použita hodnota čistého zisku na akcii od 3Q 2013 do 3Q 2014 a EPS za prvních devět měsíců roku 2014, dosáhne se mnohem reálnějších výsledků odpovídající podhodnocené akcii.

Anualizované  $V_0/E_0$  za 3Q 2014:

$$\frac{V_0}{E_0} = \frac{p(1+g)}{k-g} = \frac{0,9735 * (1 + 0,03798)}{0,046286 - 0,03798} = 121,66$$

$V_0/E_0$  za prvních 9 měsíců roku 2014:

$$\frac{V_0}{E_0} = \frac{p(1+g)}{k-g} = \frac{0,5213 * (1 + 0,03798)}{0,046286 - 0,03798} = 65,15$$

**Tabulka 3: Srovnání běžného P/E a Sharpovo P/E**

	Běžné P/E	Sharpovo P/E
EPS za rok 2013	156,98	916,42
EPS anualizované za 3Q 2014	20,84	121,66
EPS za prvních 9 měsíců roku 2014	11,16	65,15

Zdroj: *Vlastní výpočty*

Závěrem je z tabulky jasně zřejmé, že akciový titul je podhodnocený dle srovnání běžného a „Sharpovo“ P/E ratio. Zavádějící může být příliš velká hodnota běžného P/E 156,98, kde se však operuje s hodnotou EPS z roku 2013 zatíženou nerealizovanými kurzovými ztrátami. Mnohem blíže realitě odpovídá běžné P/E ratio za prvních 9 měsíců roku 2014, kde v porovnání s relativní hodnotou Sharpovo P/E ratio jsou výsledky velice dobré.

#### 4.2.2.3 Normální P/E ratio

Jako poslední ze ziskových modelů, který bude vypočten, bude „normální“ P/E ratio. Výpočet bude proveden podle následujícího vzorce:

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

Požadovaná výnosová míra zůstává stejná jako v předchozích případech. U dividendového výplatního poměru bude použita hodnota nejbližší současnosti, která činí 0,5213. Růstová míra dividend se v tomto případě určí pomocí vztahu:

$$g = ROE * b = 0,01114 * 0,4787 = 0,00533$$

Hodnota *ROE* se určí podílem čistého zisku a vlastního kapitálu a hodnota zadrženého zisku *b* se získá ze vztahu  $p+b=1$ . Po dosazení všech veličin bude mít růstová míra dividend hodnotu 0,533%.

Nyní kdy jsou známy všechny potřebné vstupní údaje pro výpočet normálního P/E ratio je možné provést výpočet:

$$\left(\frac{P}{E}\right)_N = \frac{0,5213}{0,046286 - 0,00533} = 12,73$$

Z výsledku normálního P/E se dostane pouze relativní hodnota. Pro zjištění absolutní hodnoty, která vyjadřuje vnitřní hodnotu akcie, stačí pouze ukazatel normálního P/E vynásobit veličinou očekávaného zisku na akcii, což lze zapsat jako:

$$VH = \left(\frac{P}{E}\right)_N * EPS_1$$

Problém v tomto případě nastane, při určování „správné“ hodnoty očekávaného zisku. Východiskem mohou být historické hodnoty EPS z následující tabulky:

**Tabulka 4: Historický vývoj EPS**

EPS				
Prvních 9 měsíců roku 2014	2013	2012	2011	2010
58,96	4,19	63,44	42,21	63,71

Zdroj: *Vlastní výpočty na základě finančních výsledků společnosti Pegas Nonwovens za jednotlivé roky*

Jak je vidět, hodnota EPS je velice proměnlivá a vyjádřit na základě dostupných informací hodnotu očekávaného zisku by bylo více či méně spekulativní. Proto hodnota očekávaného zisku bude ponechána na úrovni 58,96 Kč a bude se předpokládat, že se tato hodnota v následujících letech příliš měnit nebude. Takto velký rozdíl mezi třemi posledními roky je dán především depreciací koruny vůči euru díky intervenci ČNB z listopadu roku 2013. Naopak nárůst v roce 2014 je důsledkem apreciacie dolaru vůči euru, který používá jako hlavní měnu egyptský závod (Pegas Nonwovens, 2014).

Nyní nic nebrání tomu určit absolutní hodnotu vyjadřující „správnou cenu“ akcie:

$$VH = 12,73 * 58,96 = 750,56 \text{ Kč}$$

Přesnost a důvěryhodnost však v tomto případě lze zpochybnit například špatným odhadem očekávaného zisku či změnou hodnoty P/E. Bezpečnostní polštář v tomto případě činí 92,56 Kč (12,33 %).



### 4.2.3 Historický model

Jako poslední metodou k výpočtu vnitřní hodnoty bude použit historický model a to model P/S ratio založený na poměru historického tržního kurzu akcie a průměrné historické výše tržeb na jednu akcii (Veselá, 2011). Stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí historického modelu P/S je možné zapsat takto:

$$VH = \left(\frac{P}{S}\right)_H * S_1 = \frac{P_A}{S_A} * S_1$$

V následující tabulce jsou zobrazeny tržby připadající na jednu akcii a ceny akcie v jednotlivých letech společnosti Pegas Nonwovens, které jsou nezbytné pro výpočet vnitřní hodnoty.

**Tabulka 5: Historické tržby připadající na jednu akcii a historické ceny akcií**

Rok	Tržby připadající na jednu akcii v Kč	Kurz v Kč
2013	603,17	593
2012	568,46	493
2011	502,16	457
2010	448,57	468
2009	373,78	444,5
2008	432,29	232,9

Zdroj: *Vlastní výpočty na základě finančních výsledků společnosti Pegas Nonwovens za jednotlivá období*

Nejdříve se musí pomocí dat z tabulky zjistit průměrné historické tržby a kurz. Nejvíce patrný je rozdíl v kurzu akcie mezi rokem 2008 a 2009 a je tak lepší hodnotu z roku 2008

do aritmetického průměru nezapočíst, díky náchylnosti aritmetického průměru na výskyt extrémních dat. Tento propad kurzu je dán především velkou finanční krizí. Vynecháním roku 2008 je po výpočtu aritmetického průměru historická hodnota tržeb 499,23 Kč na akcii a historická cena 491,1 Kč.

Dalším krokem ve výpočtu je získání průměrné míry růstu tržeb od roku 2009:

$$g_s = \sqrt[4]{\frac{603,17}{373,78}} - 1 = 0,1271$$

Tržby za rok 2013 zvýšené o průměrnou míru růstu tržeb budou považovány za tržby příštích období. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcií Pegas Nonwovens pomocí historického modelu P/S jsou všechny vstupní údaje známy a je možné provést výpočet:

$$VH = \left(\frac{P}{S}\right)_H * S_1 = \frac{P_A}{S_A} * S_1 = \frac{491,1}{499,23} * (603,17 * 1,1271) = 668,76 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota se v tomto případě blíží tržní hodnotě a poskytuje bezpečnostní polštář ve výši 10,76 Kč (1,61 %).

## 5 Zhodnocení výsledků

Tabulka 6: Zhodnocení vnitřních hodnot

Oceňovací metody	Hodnota	Bezpečnostní polštář	Vyhodnocení	Doporučení
Gordonův model	3841,44 Kč	82,87 %	Podhodnoceno	Koupit
Běžné P/E	11,16		Podhodnoceno	Koupit
Sharpovo P/E	65,15			
Normální P/E	750,56 Kč	12,33 %	Podhodnoceno	Koupit
Historické P/S	668,76 Kč	1,61 %	Mírně podhodnoceno	Vyčkat

Zdroj: *Vlastní výpočty*

Z tabulky je na první pohled zřejmé že, vypočtené hodnoty v absolutním i relativním vyjádření ani v jednom z případů neukazují na nadhodnocenou akcii, naopak výsledky naznačují o atraktivitě akcií, kde by stálo uvažovat o koupi.

Gordonův dividendový diskontní model ukazuje na správnou cenu o hodnotě 3841,44 Kč, což přináší bezpečnostní polštář o výši 82,87 %, tuto hodnotu však díky historicky nejnižším sazbám desetiletých vládních dluhopisů nelze pokládat za příliš důvěryhodnou. V průběhu dalších měsíců se dá předpokládat zvýšení této sazby, která se projeví snížením vnitřní hodnoty. Další nevýhodou může být nepřesnost některých subjektivních prvků.

Ziskové modely ve všech třech případech napovídají ke koupi akcie, je to dáno zejména finančními výsledky, jež společnost poslední období vykazala, včetně dobrého výhledu do budoucnosti. Nízká hodnota P/E v porovnání se Sharpovo P/E dává přesvědčení o podhodnocené akcií. Zároveň relativní hodnota normálního P/E přepočtená na vnitřní

hodnotu v absolutním vyjádření přináší bezpečnostní polštář o hodnotě 12,33 %, což v podmínkách českého akciového trhu může být považováno za dobrou investici.

Z historického modelu vypočteného pomocí P/S ratio, který přináší bezpečnostní polštář 1,61 %, se jeví jako nejlepší situace vyčkat právě díky nízkému bezpečnostnímu polštáři. Vyplatí se sledovat, jak se bude vyvíjet situace na trhu pro Pegas Nonwovens v příštích období a v případě většího snížení kurzu reagovat nákupem.

## 6 Závěr

Cílem práce bylo zhodnotit akcii společnosti Pegas Nonwovens pomocí vybraných modelů firemní fundamentální analýzy, což se v praxi neukázal jako velký problém a za pomoci vybraných vzorečků a vstupních dat bylo možné ověřit si „správnou cenu“ akcie. Firemní fundamentální analýza je tak vynikající pomůckou pro drobné investory, kteří nechtějí zbytečně riskovat.

Po provedení firemní fundamentální analýzy s použitím dividendového diskontního modelu, ziskových modelů a historického modelu je možné udělat si dobrou představu o tom, kam v budoucnu bude kurz akcie směřovat. Po vypočtení vnitřní hodnoty pěti způsoby, buď v absolutním či relativním vyjádření, se ani v jednom případě neukázal výsledek nadhodnocené akcie.

Největší bezpečnostní polštář přinesl Gordonův model a to na úrovni 82,78 %, ale jak už bylo řečeno, nelze se spoléhat na takto vysokou hodnotu bezpečnostního polštáře díky historicky nejnižším sazbám vládních dluhopisů. Z oblíbených ziskových modelů byla zjištěna také podhodnocenost akcie díky vyšší hodnotě Sharpova P/E vůči běžnému P/E. Také je vhodné podotknout nízkou hodnotu běžného P/E ve srovnání s podniky operující ve stejném odvětví. Vnitřní hodnota normálního P/E přepočtená na absolutní vyjádření se zdá být také podhodnocená. Na závěr jako doplněk, byla vypočtena vnitřní hodnota za pomoci historického modelu P/S přinášející hodnotu přibližně ve stejné výši jako kurz akcie k datu 21. 1. 2015.

Akcie Pegasu tedy lze doporučit, ale jen ve větším množství, aby výnos z držení akcií byl znatelný. Nelze s jistotou určit cílovou částku, které akcie Pegasu mohou v budoucnu dosáhnout, díky rozdílným výsledkům vnitřních hodnot. Rozdíl ve výši vnitřních hodnot je dán zejména velkou citlivostí jednotlivých modelů na kvalitu vstupních dat, které zahrnují i subjektivní prvky. Někde se jejich „nepřesnost“ projevila více a někde méně. Akcie nemůžou stoupat do nekonečna a je tedy zapotřebí pozorně sledovat jak se bude vyvíjet finanční situace do budoucna pro Pegas Nonwovens a podle toho umět dobře zareagovat.

I když se nyní jeví investice do akcií Pegas Nonwovens jako dobrá volba, zejména díky výsledkům vnitřních hodnot vyjadřující podhodnocenost a příznivé finanční situaci, je zapotřebí dát si pozor na možné ekonomické krize jak podniku, tak celého odvětví, které mohou nastat a negativně tak ovlivnit i vnitřní hodnotu akcie. Pokud by se investor rozhodl akcie Pegasu koupit, neměl by tuto hrozbu opomíjet a koupit i akcie jiných firem působících v jiném odvětví aby snížil toto riziko. Samozřejmě až po provedení důkladné fundamentální analýzy, která je nezbytnou pomůckou pro ohodnocení akcií.

## 7 Seznam použité literatury

### Monografie

BLAKE, David. *Analýza finančních trhů*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 1995, 623 s. ISBN 80-7169-201-8.

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2005, 174 s. ISBN 80-247-1205-9.

GRAHAM, Benjamin. *The intelligent investor a book of practical counsel*. New York: PerfectBound, 2003. ISBN 0-06-058328-2.

HLADÍK, René. *Trhy cenných papírů: (akcie a dluhopisy)*. 2., opr. a dopl. vyd. Ústí nad Labem: Reneco, 2009, 100 s. ISBN 978-80-86563-24-3.

JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 656 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-2963-3.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

REJNUŠ, Oldřich. *Cenné papíry a burzy*. 2., přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2013, 406 s. Učební texty vysokých škol. ISBN 978-80-214-4673-1.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3.

VESELÁ, Jitka. *Analýza trhu cenných papírů*. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2003, 361 s. ISBN 80-245-0506-1.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

### Internet

Anonymní akcie. *Rozdělení akcií* [online]. 2013 [cit. 2014-11-12]. Dostupné z: <http://www.anonymni-akcie.cz/rozdeleni-akcii/>

Management Mania. *Ukazatele tržní hodnoty kapitálového trhu* [online]. 2014 [cit. 2015-01-22]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/ukazatele-trzni-hodnoty>

Pegas Nonwovens. *Finanční výsledky za prvních devět měsíců roku 2014* [online]. 2014 [cit. 2015-02-13]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/file/1450/konsolidovane-neauditovane-financni-vysledky-za-prvnich-devet-mesicu-roku-2014.pdf>

Pegas Nonwovens. *Finanční výsledky za rok 2013* [online]. 2014 [cit. 2015-02-13]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/file/955/2014-03-20-tiskova-zprava-a-oznameni.pdf>

Pegas Nonwovens. *Informace o akciích* [online]. 2015 [cit. 2015-01-21]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/informace-o-akciich>

STRNADOVÁ, Martina. *Epravo. Druhy akcií dle nové právní úpravy* [online]. 2014 [cit. 2015-03-13]. Dostupné z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/druhy-akcii-dle-nove-pravni-upravy-94313.html>

RAŠKA, Jan. Fio. *Analýza a doporučení Pegas Nonwovens* [online]. 2015 [cit. 2015-02-13]. Dostupné z: [http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/158842\\_Pegas\\_Nonwovens\\_fundamentalni\\_analyza\\_leden\\_2015\\_z\\_mena\\_doporuceni.pdf](http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/158842_Pegas_Nonwovens_fundamentalni_analyza_leden_2015_z_mena_doporuceni.pdf)



## **8 Seznam tabulek**

Tabulka 1: Vybrané ukazatele tržní hodnoty společnosti Pegas Nonwovens

Tabulka 2: Historický vývoj vyplácených dividend

Tabulka 3: Srovnání běžného P/E a Sharpovo P/E

Tabulka 4: Historický vývoj EPS

Tabulka 5: Historické tržby připadající na jednu akcii a historické ceny akcií

Tabulka 6: Zhodnocení vnitřních hodnot

## **9 Seznam obrázků**

Obrázek 1: Historický vývoj kurzu akcie Pegas Nonwovens

## 10 Seznam zkratek

- $\beta$  beta faktor akcie (systematické riziko)
- $D_o$  běžná dividenda
- $D_m$  mladší dividenda
- $D_s$  starší dividenda
- EPS čistý zisk na akcii
- $EPS_1$  očekávaný zisk na akcii
- $g$  míra růstu dividend
- $g_s$  míra růstu tržeb
- $k$  požadovaná výnosová míra
- $p$  dividendový výplatní poměr
- $P_A$  průměrný historický kurz akcie
- $(P/E)_N$  normální P/E ratio
- $(P/S)_H$  historické P/S ratio
- $R_f$  bezriziková výnosová míra
- $R_m$  tržní výnosová míra
- ROE rentabilita vlastního kapitálu
- $S_1$  očekávaná výše tržeb pro příští rok na jednu akcii
- $S_A$  průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii
- $t$  počet let mezi jednotlivými hodnotami
- VH vnitřní hodnota
- $V_o/E_o$  Sharpovo P/E ratio

## 11 Přílohy

### I.

#### Přehled finančních výsledků

(mil. EUR)	Devět měsíců leden – září 2014		Třetí čtvrtletí červenec – září 2014	
		meziročně		meziročně
Výnosy	171,8	17,7 %	60,4	25,9 %
Provozní náklady bez odpisů	-137,7	16,7 %	-48,5	23,7 %
EBITDA	34,1	21,9 %	11,9	35,9 %
Odpisy	-11,1	19,5 %	-3,8	5,7 %
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	22,9	23,2 %	8,2	56,4 %
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/náklady (netto)	4,5	n/a	3,3	1 053,8 %
Úrokové náklady (netto)	-5,9	33,9 %	-1,7	-25,8 %
Daň z příjmů - náklad	-2,1	-2,9 %	-0,9	-1,7 %
Čistý zisk	19,5	115,0 %	8,9	283,5 %
Investice do hmotného a nehmotného majetku	7,9	-78,3 %	6,3	46,4 %
Počet zaměstnanců skupiny na konci období	567	-1,2 %	567	-1,2 %
Průměrný počet zaměstnanců skupiny za období	569	5,8 %	571	-0,2 %
Čistý dluh <sup>1</sup>	143,9	3,3 %	143,9	3,3 %
Výroba (v tunách)	74 284	12,7 %	24 721	9,1 %
Průměrný kurz Kč/EUR za období	27,504	6,8 %	27,618	6,8 %
Kurz Kč/EUR na konci období	27,500	6,9 %	27,500	6,9 %

## II.

### **Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za období devíti měsíců do 30. září 2014 a 30. září 2013 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS) a Mezinárodními účetními standardy IAS 34 ve znění přijatém Evropskou unií  
(v tisících EUR)

	Období devíti měsíců do		
	30. září 2013 (neauditované)	30. září 2014 (neauditované)	% změna
Výnosy	145 994	171 786	17,7 %
Spotřeba materiálu a služeb	-109 944	-129 362	17,7 %
Osobní náklady	-7 842	-7 746	-1,2 %
Ostatní provozní výnosy/náklady - netto	-283	-628	121,9 %
<b>EBITDA</b>	<b>27 925</b>	<b>34 050</b>	<b>21,9 %</b>
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-9 304	-11 118	19,5 %
<b>Provozní zisk</b>	<b>18 621</b>	<b>22 932</b>	<b>23,2 %</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	6 184	9 181	48,5 %
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	-9 253	-4 726	-48,9 %
Úrokové výnosy	21	7	-66,7 %
Úrokové náklady	-4 409	-5 884	33,5 %
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>11 164</b>	<b>21 510</b>	<b>92,7 %</b>
Daň z příjmu – náklad/výnos	-2 114	-2 052	-2,9 %
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>9 050</b>	<b>19 458</b>	<b>115,0 %</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>			
Čistý zisk/ztráta ze zajištění peněžních toků	571	304	-46,8 %
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	-1 791	2 184	n/a
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>7 830</b>	<b>21 946</b>	<b>180,3 %</b>
<b>Čistý zisk na akcii</b>			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	<b>0,98</b>	<b>2,11</b>	<b>115,2 %</b>
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	<b>0,98</b>	<b>2,11</b>	<b>115,2 %</b>

### III.

#### Přehled finančních výsledků

(mil. EUR)	Leden – prosinec 2013		Čtvrté čtvrtletí říjen – prosinec 2013	
		meziročně		meziročně
Výnosy	199,2	6,1 %	53,2	11,8 %
Provozní náklady bez odpisů	-160,7	7,4 %	-42,6	11,2 %
EBITDA	38,6	1,1 %	10,6	14,3 %
Odpisy	-13,1	13,0 %	-3,8	48,8 %
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	25,5	-4,0 %	6,8	1,3 %
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/ (náklady) (netto)	-14,9	n/a	-11,7	595,3 %
Úrokové náklady (netto)	-6,5	40,3 %	-2,0	82,0 %
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	-2,7	-25,2 %	-0,6	-8,9 %
Čistý zisk	1,4	-93,3 %	-7,6	n/a
Investice do hmotného a nehmotného majetku	38,3	2,7 %	2,0	-28,9 %
Počet zaměstnanců skupiny na konci období	574	27,3 %	574	27,3 %
Průměrný počet zaměstnanců skupiny za období	549	25,6 %	577	29,4 %
Čistý dluh	149,3	18,6 %	149,3	18,6 %
Výroba (v tunách)	90 961	5,7 %	25 060	11,9 %
Průměrný kurz Kč/EUR za období	25,974	3,3 %	26,657	5,9 %
Kurz Kč/EUR na konci období	27,425	9,1 %	27,425	9,1 %

IV.

**Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za rok 2013 a 2012 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)  
(v tisících EUR)

	2012 (auditované)	2013 (neauditované)	% změna
Výnosy	187 745	199 210	6,1 %
Spotřeba materiálu a služeb	-140 964	-150 634	6,9 %
Osobní náklady	-8 351	-10 179	21,9 %
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	-318	153	n/a
<b>EBITDA</b>	<b>38 112</b>	<b>38 550</b>	<b>1,1 %</b>
<b>EBITDA marže</b>	<b>20,3 %</b>	<b>19,4 %</b>	<b>-0,9 pb</b>
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-11 570	-13 079	13,0 %
<b>Provozní zisk</b>	<b>26 542</b>	<b>25 471</b>	<b>-4,0 %</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	12 875	13 338	3,6 %
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	-10 238	-28 205	175,5 %
Úrokové výnosy	3	3	0 %
Úrokové náklady	-4 614	-6 470	40,2 %
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>24 568</b>	<b>4 137</b>	<b>-83,2 %</b>
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	-3 644	-2 726	-25,2 %
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>20 924</b>	<b>1 411</b>	<b>-93,3 %</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>			
Ostatní změny ve vlastním kap.	-2 683	1 149	n/a
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	2 180	-8 730	n/a
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>20 421</b>	<b>-6 170</b>	<b>n/a</b>
<b>Čistý zisk na akcii</b>			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	<b>2,27</b>	<b>0,15</b>	<b>-93,3 %</b>
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	<b>2,27</b>	<b>0,15</b>	<b>-93,3 %</b>

V.

**Přehled finančních výsledků**

(mil. EUR)	Leden – prosinec 2012		Čtvrté čtvrtletí říjen – prosinec 2012	
		meziročně		meziročně
Výnosy	187,7	13,2 %	47,6	20,2 %
Provozní náklady bez odpisů	-149,6	15,3 %	-38,3	29,6 %
EBITDA	38,1	5,7 %	9,3	-7,5 %
Odpisy	-11,6	25,6 %	-2,6	-9,0 %
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	26,5	-1,2 %	6,7	-6,9 %
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/ (náklady) (netto)	2,6	n/a	-1,7	-71,0 %
Úrokové náklady (netto)	-4,6	8,3 %	-1,1	-3,8 %
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	-3,6	-15,6 %	-0,7	-73,2 %
Čistý zisk	20,9	49,8 %	3,2	n/a
Investice do hmotného a nehmotného majetku	37,3	-10,3 %	2,8	-82,4 %
Počet zaměstnanců skupiny na konci období	451	6,4 %	451	6,4 %
Průměrný počet zaměstnanců skupiny za období	437	5,6 %	446	5,7 %
Čistý dluh	125,9	5,4 %	125,9	5,4 %
Výroba (v tunách)	86 056	17,2 %	22 388	14,1 %
Průměrný kurz Kč/EUR za období	25,143	2,3 %	25,167	-0,4 %
Kurz Kč/EUR na konci období	25,140	-2,6 %	25,140	-2,6 %

## VI.

**Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za rok 2012 a 2011 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)  
(v tisících EUR)

	2011 (auditované)	2012 (neauditované)	% změna
Výnosy	165 848	187 745	13,2 %
Spotřeba materiálu a služeb	-122 018	-140 964	15,5 %
Osobní náklady	-8 330	-8 351	0,3 %
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	566	-318	n/a
<b>EBITDA</b>	<b>36 066</b>	<b>38 112</b>	<b>5,7 %</b>
<b>EBITDA marže</b>	<b>21,7 %</b>	<b>20,3 %</b>	<b>-1,4 pb</b>
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-9 213	-11 570	25,6 %
<b>Provozní zisk</b>	<b>26 853</b>	<b>26 542</b>	<b>-1,2 %</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	10 168	12 857	26,4 %
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	-14 481	-10 220	-29,4 %
Úrokové výnosy	24	3	-87,5 %
Úrokové náklady	-4 281	-4 614	7,8 %
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>18 283</b>	<b>24 568</b>	<b>34,4 %</b>
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	-4 317	-3 644	-15,6 %
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>13 966</b>	<b>20 924</b>	<b>49,8 %</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>			
Ostatní změny ve vlastním kap.	-620	-2 683	332,7 %
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	-2 394	2 180	n/a
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>10 952</b>	<b>20 421</b>	<b>86,5 %</b>
<b>Čistý zisk na akcii</b>			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	<b>1,51</b>	<b>2,27</b>	<b>50,3 %</b>
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	<b>1,51</b>	<b>2,27</b>	<b>50,3 %</b>



## VII.

**Přehled finančních výsledků**

(mil. EUR)	Leden – prosinec 2011		Čtvrté čtvrtletí říjen – prosinec 2011	
		meziročně		meziročně
Výnosy	165,8	11,9 %	39,6	1,8 %
Provozní náklady bez odpisů	(129,8)	14,9 %	(29,6)	1,4 %
EBITDA	36,1	2,4 %	10,0	3,0 %
Odpisy	(9,2)	(43,7 %)	(2,8)	(30,3 %)
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	26,9	42,3 %	7,2	26,6 %
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/ (náklady) (netto)	(4,3)	n/a	(5,8)	230,3 %
Úrokové náklady (netto)	(4,3)	29,6 %	(1,2)	43,4%
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	(4,3)	402,6 %	(2,5)	(878,1 %)
Čistý zisk	14,0	(33,6 %)	(2,3)	n/a
Investice do hmotného a nehmotného majetku	41,6	407,5 %	15,9	538,7 %
Počet zaměstnanců skupiny na konci období	424	10,4 %	424	10,4 %
Průměrný počet zaměstnanců skupiny za období	414	8,9 %	422	11,1 %
Čistý dluh	119,5	30,5 %	119,5	30,5 %
Výroba (v tunách)	73 412	4,6 %	19,628	10,1 %
Průměrný kurz Kč/EUR za období	24,586	(2,8 %)	25,279	2,0 %
Kurz Kč/EUR na konci období	25,800	3,0 %	25,800	3,0 %

## VIII.

### **Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za rok 2011 a 2010 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)  
(v tisících EUR)

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	
	(auditované)	(neauditované)	<b>% změna</b>
Výnosy	148 150	165 848	11,9 %
Spotřeba materiálu a služeb	(105 690)	(122 018)	15,4 %
Osobní náklady	(7 996)	(8 330)	4,2 %
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	754	566	(24,9 %)
<b>EBITDA</b>	<b>35 218</b>	<b>36 066</b>	<b>2,4 %</b>
<b>EBITDA marže</b>	<b>23,8 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>(2,1 pb)</b>
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	(16 353)	(9 213)	(43,7 %)
<b>Provozní zisk</b>	<b>18 865</b>	<b>26 853</b>	<b>42,3 %</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	11 302	10 168	(10,0 %)
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	(4 985)	(14 481)	190,5 %
Úrokové výnosy	16	24	50,0 %
Úrokové náklady	(3 300)	(4 281)	29,7 %
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>21 898</b>	<b>18 283</b>	<b>(16,5 %)</b>
Daň z příjmů – (náklad)/výnos	(859)	(4 317)	402,6 %
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>21 039</b>	<b>13 966</b>	<b>(33,6 %)</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>			
Ostatní změny ve vlastním kap.	(938)	(620)	(33,9 %)
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	4 435	(2 394)	(154,0 %)
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>24 536</b>	<b>10 952</b>	<b>(55,4 %)</b>
<b>Čistý zisk na akcii</b>			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	<b>2,28</b>	<b>1,51</b>	<b>(33,8 %)</b>
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	<b>2,28</b>	<b>1,51</b>	<b>(33,8 %)</b>

## IX.

**Přehled finančních výsledků**

(mil. EUR)	Leden – prosinec 2010		Čtvrté čtvrtletí říjen – prosinec 2010	
		meziročně		meziročně
Výnosy	148,2	20,0 %	38,9	28,8 %
Provozní náklady bez odpisů	(112,9)	33,4 %	(29,2)	31,4 %
EBITDA	35,2	(9,2 %)	9,7	21,6 %
Odpisy	(16,4)	2,6 %	(4,0)	(1,1 %)
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	18,9	(17,5 %)	5,7	45,0 %
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/ (náklady) (netto)	6,3	151,8 %	(1,8)	(67,1 %)
Úrokové náklady (netto)	(3,3)	(14,5 %)	(0,8)	(10,4 %)
Daň z příjmu – (náklad)/výnos	(0,9)	18,6 %	0,3	(69,5 %)
Čistý zisk	21,0	1,1 %	3,4	n/a
Investice do hmotného a nehmotného majetku	8,2	578,3 %	2,5	277,9 %
Počet zaměstnanců skupiny na konci období	384	0 %	384	0 %
Průměrný počet zaměstnanců skupiny za období	380	0 %	380	0 %
Čistý dluh	91,6	(4,2 %)	91,6	(4,2 %)
Výroba (v tunách)	70 182	1,0 %	17 820	(0,2 %)
Průměrný kurz Kč/EUR za období	25,290	(4,4 %)	24,786	(4,4 %)
Kurz Kč/EUR na konci období	25,060	(5,3 %)	25,060	(5,3 %)

## X.

**Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku za rok 2010 a 2009 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS)  
(v tisících EUR)

	<b>2009</b> (auditované)	<b>2010</b> (neauditované)	<b>% změna</b>
Výnosy	123 447	148 150	20,0 %
Spotřeba materiálu a služeb	(77 543)	(105 690)	36,3 %
Osobní náklady	(7 551)	(7 996)	5,9 %
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	438	754	72,1 %
<b>EBITDA</b>	<b>38 791</b>	<b>35 218</b>	<b>(9,2 %)</b>
<b>EBITDA marže</b>	<b>31,4 %</b>	<b>23,8 %</b>	<b>(7,6 pb)</b>
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	(15 934)	(16 353)	2,6 %
<b>Provozní zisk</b>	<b>22 857</b>	<b>18 865</b>	<b>(17,5 %)</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	8 649	11 302	30,7 %
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	(6 140)	(4 985)	(18,8 %)
Úrokové výnosy	10	16	60,0 %
Úrokové náklady	(3 850)	(3 300)	(14,3 %)
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>21 526</b>	<b>21 898</b>	<b>1,7 %</b>
Daň z příjmu – (náklad)/výnos	(724)	(859)	18,6 %
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>20 802</b>	<b>21 039</b>	<b>1,1 %</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>			
Ostatní změny ve vlastním kap.	181	(938)	n/a
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	1 417	4 435	213,0 %
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>22 400</b>	<b>24 536</b>	<b>9,5 %</b>
<b>Čistý zisk na akcii</b>			
Základní čistý zisk na akcii (EUR)	<b>2,25</b>	<b>2,28</b>	
Zředěný čistý zisk na akcii (EUR)	<b>2,25</b>	<b>2,28</b>	

XI.

**Přehled finančních výsledků**

(mil. EUR)	Leden – prosinec 2009		Čtvrté čtvrtletí říjen – prosinec 2009	
		meziročně		meziročně
Výnosy	123,4	(13,5 %)	30,2	(5,7 %)
Provozní náklady bez odpisů	(84,7)	(18,0 %)	(22,2)	(3,3 %)
EBITDA	38,8	(1,8 %)	8,0	(11,8 %)
Odpisy	(15,9)	(5,2 %)	(4,1)	(2,5 %)
Provozní hospodářský výsledek (EBIT)	22,9	+0,8 %	3,9	(19,7 %)
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/ (náklady) (netto)	2,5	n/a	(5,3)	(65,0 %)
Úrokové náklady (netto)	(3,8)	(38,9 %)	(0,9)	(38,6 %)
Daň z příjmu – (náklad)/výnos	(0,7)	n/a	1,1	(67,6 %)
Čistý zisk	20,8	+39,7 %	(1,3)	(85,3 %)
Investice do hmotného a nehmotného majetku	1,2	(93,5 %)	0,7	(13,8 %)
Počet zaměstnanců skupiny na konci období	384	+0,3 %	384	+0,3 %
Průměrný počet zaměstnanců skupiny za období	380	(0,3 %)	380	(0,3 %)
Čistý dluh	95,6	(20,7 %)	95,6	(20,7 %)
Výroba (v tunách)	69 462	+4,7 %	17 859	+9,6 %
Průměrný kurz Kč/EUR za období	26,445	+6,0 %	25,915	+2,3 %
Kurz Kč/EUR na konci období	26,465	(1,7 %)	26,465	(1,7 %)

## XII.

### Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty

připraven dle mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS)

(v tis. EUR)

	<b>2009</b> (neauditované)	<b>2008</b> (auditované)
Výnosy	123 447	142 771
Spotřeba materiálu a služeb	(77 543)	(97 098)
Osobní náklady	(7 551)	(6 545)
Ostatní provozní výnosy/(náklady) (netto)	438	363
<b>EBITDA</b>	<b>38 791</b>	<b>39 491</b>
<b>EBITDA marže %</b>	<b>31,4 %</b>	<b>27,7 %</b>
Odpisy	(15 934)	(16 810)
<b>Provozní zisk</b>	<b>22 857</b>	<b>22 681</b>
<b>Marže provozního zisku v %</b>	<b>18,5 %</b>	<b>15,9 %</b>
Kurzové změny a ostatní finanční výnosy/(náklady) (netto)	2 509	(2 230)
Úrokové náklady (netto)	(3 840)	(6 288)
Daň z příjmu – (náklad)/výnos	(724)	726
<b>Čistý zisk</b>	<b>20 802</b>	<b>14 889</b>

### XIII.

#### **Konsolidovaný výkaz o finanční situaci k 30. září 2014, 31. prosinci 2013 a k 30. září 2013 ve zkrácené podobě**

Neauditované výkazy připravené v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS) a Mezinárodními účetními standardy IAS 34 ve znění přijatém Evropskou unií (v tisících EUR)

	30. září 2013 (neauditované)	31. prosince 2013 (auditované)	30. září 2014 (neauditované)
<b>Aktiva</b>			
<b>Dlouhodobý majetek</b>			
Dlouhodobý hmotný majetek	193 590	181 584	179 601
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 327	586	530
Goodwill	90 155	84 599	84 368
<b>Dlouhodobý majetek celkem</b>	<b>285 072</b>	<b>266 769</b>	<b>264 499</b>
<b>Oběžná aktiva</b>			
Zásoby	25 754	32 618	34 786
Pohledávky z obchodních vztahů a jiné pohledávky	39 749	43 250	52 439
Daňové pohledávky	2 718	1 042	1
Peníze a peněžní ekvivalenty	19 521	13 063	6 495
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>87 742</b>	<b>89 973</b>	<b>93 721</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>372 814</b>	<b>356 742</b>	<b>358 220</b>
<b>Vlastní kapitál a pasiva</b>			
<b>Základní kapitál a rezervní fondy</b>			
Základní kapitál	11 444	11 444	11 444
Zákonný rezervní fond	8 852	8 733	9 138
Rozdíly z přepočtu	4 633	-2 306	-122
Ostatní změny ve vlastním kap.	-3 489	-2 911	-2 607
Nerozdělený zisk	118 193	110 673	119 504
<b>Základní kapitál a rezervní fondy</b>	<b>139 633</b>	<b>125 633</b>	<b>137 357</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>			
Bankovní úvěry	158 857	146 200	124 870
Odložený daňový závazek	13 040	13 126	13 628
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>171 897</b>	<b>159 326</b>	<b>138 498</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>			
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	60 903	56 489	56 751
Daňové závazky	381	1 094	114
Krátkodobá část bankovních úvěrů	--	14 200	25 500
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>61 284</b>	<b>71 783</b>	<b>82 365</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>233 181</b>	<b>231 109</b>	<b>220 863</b>
<b>Vlastní kapitál a pasiva celkem</b>	<b>372 814</b>	<b>356 742</b>	<b>358 220</b>