VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ
FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY
INSTITUTE OF ECONOMICS

PORTFÓLIOVÉ INVESTICE DO AKCIÍ EVROPSKÝCH LETECKÝCH SPOLEČNOSTÍ
PORTFOLIO INVESTMENT IN THE SHARES OF EUROPEAN AIRLINES

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE
BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR
Marek Briestenský

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR
prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

BRNO 2017

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
FAKULTA PODNIKATELSKÁ

Zadání bakalářské práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Student:	**Marek Briestenský**
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Ekonomika podniku
Vedoucí práce:	**prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**
Akademický rok:	2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává bakalářskou práci s názvem:

Portfóliové investice do akcií evropských leteckých společností

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je navrhnout prvotní investici nově zřizovaného oborového fondu kvalifikovaných investorů zaměřeného přednostně na investrice do akcií evropských leteckých společností.

Základní literární prameny:

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

GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. Inteligentní investor. Praha: Grada, 2007. Investice. ISBN 978-80-247-1792-0.

KOHOUT, Pavel. Nová abeceda financí. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckova edice ABC. ISBN 978-80-7179-361-8.

MISHKIN, Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets. Eleventh edition, global edition. Boston: Pearson, 2016, 724 stran. ISBN 978-1-292-09418-2.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: 2014. Partners. ISBN 978-80-2-7-3671-6.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D. ředitel	doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D. děkan

Abstrakt

Bakalářská práce je zaměřená na fundamentální akciovou analýzu leteckých společností v eurozóně, jejich mezipodnikové srovnání a jejich verifikaci, s ohledem na možný bankrot. V teoretické části jsou vysvětleny metody fundamentální analýzy a teoretická východiska související s kolektivním investováním a fondy kvalifikovaných investorů. V praktické části je provedena analýza a srovnání vybraných společností. Dále je vypočítán bankrotní model pro jednotlivé společnosti. V poslední kapitole praktické části je sestaveno investiční doporučení na základě získaných dat.

Abstract

Bachelor's thesis is focused on fundamental stock analysis of eurozone airline companies, their intercompany comparation and their verification considering possibility of bankruptcy. In the theoritical part are explained methods of fundamental analysis and theoritical information related to collective investing and hedge funds. In the practical part is created an analysis and a comparation of these companies. Then there is in the practical part a calculated model of bankruptcy for each company. In the next chapter there is created investment recommendation based on acquired data.

Klíčová slova

fond kvalifikovaných investorů, fundamentální analýza, z-score, letecké společnosti, investiční doporučení, finanční analýza

Key words

hedge fund, fundamental analysis, z-score, aviation companies, investment recommendation, financial analysis

Bibliografická citace

BRIESTENSKÝ, M. *Portfóliové investice do akcií evropských leteckých společností*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 62 s. Vedoucí bakalářské práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc..

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 30. května 2017

.....

Marek Briestenský

Poděkování

Tímto bych rád poděkoval svému vedoucímu práce prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za ochotu, přátelský přístup a cenné konzultace, které mi pomohly určit směr práce. Dále chci poděkovat členům své rodiny za veškerou podporu a vstřícnost.

OBSAH

ÚVOD 7
1 CÍL A METODIKA PRÁCE 8
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA 9
2.1 Investování do majetkových fondů 9
2.1.1 Investiční fondy kolektivního investování 9
2.1.2 Podílové fondy kolektivního investování 10
2.2 Teoreticko-právní aspekty fondů kvalifikovaných investorů v ČR 11
2.2.1 Kvalifikovaný investor 11
2.2.2 Fondy kvalifikovaných investorů 11
2.3 Teoretická východiska fundamentální akciové analýzy 12
2.3.1 Faktory ovlivňující prostředí letecké dopravy v eurozóně 12
2.3.2 Způsoby analýzy jednotlivých akciových společností a jejich akcií 14
3 STATUT FONDU A PRVOTNÍ VÝBĚR AKCIÍ LETECKÝCH SPOLEČNOSTÍ 25
3.1 Statut fondu 25
3.1.1 Údaje o fondu 25
3.1.2 Strategie fondu 25
3.1.3 Investiční limity 25
3.2 Prvotní výběr leteckých společností 26
3.2.1 Vybrané společnosti 26
4 ANALÝZA A KOMPARACE VYBRANÝCH LETECKÝCH SPOLEČNOSTÍ 27
4.1 Analýza vybraných leteckých společností 27
4.1.1 Aegean Airlines SA 27
4.1.2 Air Berlin Plc 30

4.1.3 Air France KLM SA 33
4.1.4 Deutsche Lufthansa AG 35
4.1.5 Finnair Oyj 38
4.1.6 International Consolidated Airlines Group SA 40
4.1.7 Ryanair Holdings Plc 42
4.2 Mezipodnikové srovnání 44
4.2.1 Srovnávací kritéria 45
4.2.2 Výsledná matice 46
5 VERIFIKACE SLEDOVANÝCH SPOLEČNOSTÍ Z HLEDISKA JEJICH MOŽNÉHO BANKROTU 49
6 NÁVRH INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ 51
ZÁVĚR 52
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ 54
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ 57
SEZNAM GRAFŮ 58
SEZNAM TABULEK 59

ÚVOD

V dnešní době nízkých úrokových sazeb je pro investory mnohem složitější dosáhnout zajímavých výnosů a zhodnotit své úspory do budoucna, aniž by díky inflaci ztratily na své reálně hodnotě. I proto je práce zaměřena na fundamentální akciovou analýzu, jelikož akciový trh nabízí zajímavé příležitosti, díky kterým může investor zhodnotit své peníze. Investování na organizovaných burzách s sebou ovšem nese i patřičná rizika. Ty platí obzvlášť pro nezkušené investory, kteří nemají o investování dostatečné znalosti. Nejen pro tyto investory může být alternativou investování do podílových a investičních fondů, které jsou profesionálně řízeny. Bohužel, v naší zemi jsou velkou částí obyvatelstva investice do akcií a mnohdy i do investičních či podílových fondů považovány za příliš riskantní. Většina lidí z této skupiny si ukládá úspory na spořící účty, na kterých jejich úspory ztrácí reálnou hodnotu. Dané téma jsem si zvolil z důvodu dlouhodobého zájmu o problematiku finančních trhů a investování. Práce je zaměřena na výběr akcií leteckých společností. Letecká doprava je v dnešní době považována za nejrychlejší a nejbezpečnější způsob dopravy, který je dostupný v rozvinutých částech světa téměř komukoliv.

Práce je rozdělena do tří, na sebe navazujících základních částí, díky kterým bychom měli dojít k závěru a zjistit, které společnosti a jejich akcie jsou vhodné zařadit do portfolia nově zřízeného oborového fondu kvalifikovaných investorů zaměřeného na akcie evropských leteckých společností.

První část si klade za úkol seznámit čtenáře s fondy kolektivního investování a fondy kvalifikovaných investorů. Dále bude popisovat soudobé faktory, které mají vliv na odvětví letecké dopravy v eurozóně a popíše způsoby fundamentální akciové analýzy. Metody popsané v této části budou aplikovány v praktické části práce.

V druhé části se již blíže podíváme na vybrané společnosti. Nebude chybět analýza hospodářské situace daných aerolinek, a to za období posledních pěti let. Následovat bude mezipodnikové srovnání podle účelně zvolených ukazatelů. Dalším přínosem této části bude analýza společností z hlediska jejich možného bankrotu.

V poslední části bude navrženo investiční doporučení. To se bude odvíjet od informací získaných v předchozích částech práce.

1 CÍL A METODIKA PRÁCE

V této části jsou popsány cíle, které si práce klade za úkol a stručný výčet použitých vědeckých metod.

Vymezení globálního cíle a parciálních cílů

Globálním cílem celé bakalářské práce je sestavit návrh prvotní investice pro nově zřizovaný oborový fond kvalifikovaných investorů. Fond je přednostně zaměřen na investice do akcií evropských leteckých společností.

Pro dosažení globálního cíle jsou stanoveny tyto parciální cíle:

- prvotní výběr leteckých společností v souladu se statutem fondu
- analýza a mezipodnikové srovnání vybraných leteckých společností na základě stanovených kritérií
- verifikace vybraných leteckých společností z hlediska jejich možného bankrotu.

Metodologie

K dosažení globálního a parciálních cílů budou použity následující metody.

Při řešení prvního parciálního cíle je nezbytné stanovit statut fondu, podle kterého bude proveden prvotní výběr.

Pro dosažení druhého parciálního cíle bude použita metoda analýzy, se zaměřením na poměrové ukazatele jednotlivých společností. Poté budou společnosti srovnány za pomoci bodovací metody s diferencovanými váhami.

Pro řešení třetího parciálního cíle bude provedena verifikace vybraných společností pomocí bankrotního modelu, který by měl upozornit a vyřadit společnosti, kterým hrozí v blízké budoucnosti bankrot. Za tímto účelem bude použita metoda „Z-score“, která je aplikovatelná pro akcie, které jsou obchodovány na veřejných organizovaných trzích.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

V následující části budou vymezeny základní pojmy související s prací. Teoretická část seznámí čtenáře s problematikou investování na kolektivní bázi, dále se zaměří na fondy kvalifikovaných investorů v České republice a popíše způsoby fundamentální analýzy.

2.1 Investování do majetkových fondů

Investování do majetkových fondů na kolektivní bázi spočívá především ve shromažďování peněžních prostředků od většího počtu střadatelů a jejich následné investování na finančních trzích podle předem dohodnuté investiční strategie. Fondy kolektivního investování mají kladný vliv na ekonomiku. Je to zapříčiněno hlavně tím, že peníze od drobných střadatelů, které by jinak „ležely“ na bankovních účtech, jsou použity na realizaci reálných investičních projektů, které mají pozitivní vliv na ekonomický růst (27, s. 596).

„Klasické“ fondy kolektivního investování můžeme rozdělit do dvou hlavních skupin, kterými jsou podílové fondy a investiční fondy.

2.1.1 Investiční fondy kolektivního investování

Jsou to samostatné právní subjekty s vlastním managementem, do kterých investoři vkládají peněžní prostředky, které pak fondy reinvestuje. Jak již bylo zmíněno, jedná se o přísně regulované společnosti. Jelikož se většinou jedná o akciové společnosti, investoři za své vklady obdrží akcie daného investičního fondu (27, s. 597).

Investiční fondy kolektivního investování můžeme rozdělit na:

- otevřené investiční fondy kolektivního investování,
- uzavřené investiční fondy kolektivního investování (27, s. 598).

Otevřené investiční fondy kolektivního investování

Charakteristickým znakem otevřených investičních fondů je to, že své akcie emitují, prodávají a na zažádání odkupují po celou dobu své činnosti, tudíž se kapitál fondu neustále mění (27, s. 598).

Uzavřené investiční fondy kolektivního investování

Akcionáři uzavřených investičních fondů nemají právo na zpětný odprodej akcií, z čehož vyplívá, že pokud nejsou akcie burzovně obchodovatelné, musí je akcionáři držet po celou dobu jejich trvání. I díky tomu bývají uzavřené investiční fondy zakládány na omezenou dobu (27, s. 598).

2.1.2 Podílové fondy kolektivního investování

„Podílové fondy nejsou samostatnými právními subjekty, nýbrž pouze soubory majetku náležejícího podílníkům příslušného podílového fondu“. (27, s. 598)

První podílový fond byl zaveden v roce 1924 bývalým obchodníkem s hliníkovým nádobím Edwardem G. Lefflerem v USA (28, s. 215). Do „klasických“ podílových fondů investují především domácnosti (asi 80 % investorů jsou domácnosti), dále bankovní i nebankovní instituce (27, s. 298).

Podílové fondy nemají vlastní management, proto musí být spravovány oprávněným subjektem, který vložené prostředky investorů pouze spravuje, přičemž vložené prostředky zůstávají majetkem investorů. V případě podílových fondů investoři nakupují podílové listy (27, s. 598-599).

Stejně jak tomu bylo u investičních fondů, můžeme podílové fondy rozdělit do dvou kategorií:

- otevřené podílové fondy kolektivního investování,
- uzavřené podílové fondy kolektivního investování (27, s. 599).

2.2 Teoreticko-právní aspekty fondů kvalifikovaných investorů v ČR

Fondy kvalifikovaných investorů jsou jedním z možných způsobů, jak investovat na kolektivní bázi, tedy nevybírat konkrétní akciové tituly, nýbrž svěřit své peníze obhospodařovateli, který je investuje dle předem stanovené strategie, která je stanovena ve statutu fondu.

2.2.1 Kvalifikovaný investor

Pojem kvalifikovaný investor je v České republice definován zákonem o investičních společnostech a investičních fondech. Do fondů kvalifikovaných investorů mohou investovat pouze osoby, které splní podmínky dané zákonem.

Mezi kvalifikované investory můžeme zařadit tzv. profesionální zákazníky, těmi se rozumí především finanční instituce. Jako zástupce můžeme uvést banky, pojišťovny, investiční společnosti, penzijní fondy (31). Dále do fondu kvalifikovaných investorů může investovat osoba, která učinila prohlášení o tom, že si je vědoma všech rizik spojených s investováním do tohoto fondu kvalifikovaných investorů a jejíž výše splaceného vkladu nebo splacené investice do tohoto fondu odpovídá částce alespoň 125 000 EUR, nebo 1 000 000 Kč. V tomto případě musí správce fondu, nebo osoba jím pověřená, písemně potvrdit na základě získaných informací od investující osoby, že tato investice odpovídá finančnímu zázemí, investičním cílům a odborným znalostem a zkušenostem v oblasti investic investující osoby (30).

2.2.2 Fondy kvalifikovaných investorů

Fondy kvalifikovaných investorů (hedge funds), se od ostatních fondů liší především tím, že nebývají příliš regulovány, a proto nejsou vhodné pro drobné investory (27, s. 612). Český investor Daniel Gladiš, který spravuje fond kvalifikovaných investorů Vltava Fund, definuje fondy kvalifikovaných investorů jako investiční entitu, která se snaží dosáhnout absolutních výnosů využíváním investičních příležitostí za současné snahy zabránit finanční ztrátě. Dále upozorňuje na odlišnost přístupu k trhu, kdy se většina

portfolio manažerů fondů středního proudu snaží dosáhnout dobrých výsledků v porovnání s trhem, zatímco manažeři fondu kvalifikovaných investorů usilují o absolutní výnos (9, s. 149).

Fondy kvalifikovaných investorů mohou mít formu podílových a investičních fondu, a to jak otevřeného, tak uzavřeného typu. Často jsou soukromé a vzhledem k tomu, že nepodléhají přísné regulaci mohou investovat téměř do všeho. Tenhle fakt poskytuje manažerům fondu značné vyhledávací možnosti a možnost uplatnění rizikovějších investičních technik, kterými mohou být např. využití pákového efektu nebo prodeje nakrátko (27, s. 612-613). Za určitých podmínek může dokonce dojít ke změně společenské smlouvy. (30).

2.3 Teoretická východiska fundamentální akciové analýzy

Fundamentální analýza si klade za úkol určit vnitřní hodnotu akcie společnosti, která se liší od hodnoty na trhu, pomocí různých metod. Jedná se o nejkomplexnější druh akciové analýzy (27, s. 237). Ačkoliv pochopit význam fundamentální analýzy není příliš těžké, zpracovat správně finanční analýzu, a tím pádem i určit vnitřní hodnotu akcie dané společnosti, bývá často velmi složité a liší se dle samotných analytiků, tak i dle metod, které byly použity.

Fundamentální analýza zkoumá kromě samotných společností také prostředí, ve kterém se společnost nachází. Toto prostředí ovlivňují především globální (makroekonomické) a oborové faktory.

2.3.1 Faktory ovlivňující prostředí letecké dopravy v eurozóně

Jelikož má odvětví letecké dopravy své odlišnosti, tím pádem i specifická rizika s ním spojená, rozhodně není od věci nejdůležitější rizika zmínit a popsat.

Měnové riziko

Jako první faktor specifický pro letecké společnosti v eurozóně můžeme uvést měnové riziko. Zatímco většina příjmů společností, které budou analyzovány, jsou generovány v eurech, některé jejich výdaje vznikají v amerických dolarech. Jako příklad můžeme uvést nákupy leteckého paliva, náhradních dílů, náklady na pojištění apod. (1, str. 54). Z toho vyplývá, že nepříznivý vývoj kurzu EUR/USD může mít neblahý dopad na výsledek hospodaření.

Růst úrokových sazeb

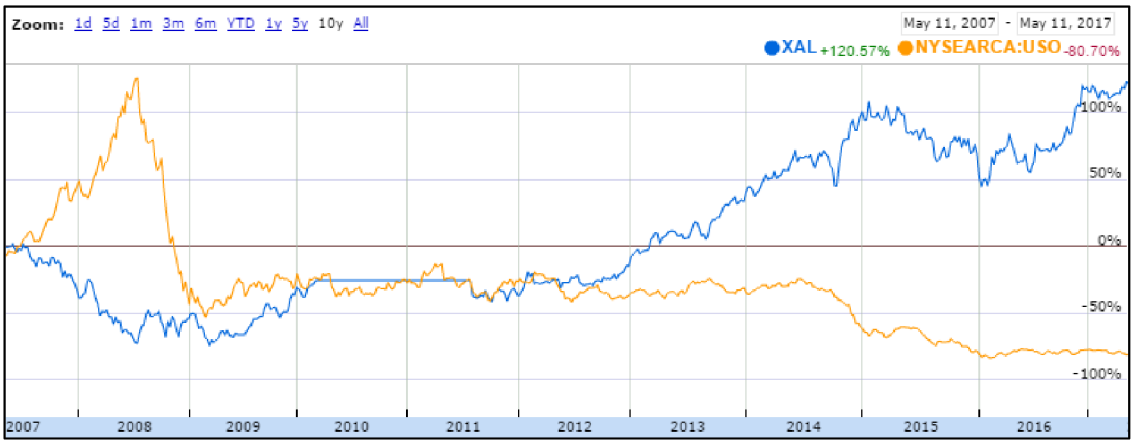
Úrokové riziko hrozí v případě zvýšení úrokových sazeb, které se projeví do nákladovosti úvěrů a finančních leasingů, ze kterých jsou financovány především letadla (1, str. 55). Čím více jsou společnosti zadluženy, tím je úrokové riziko vyšší a společnost se tak může dostat do problému se solventností.

Vazba na hospodářský cyklus

Není žádným tajemstvím, že letecké odvětví je odvětvím cyklickým. Cyklická odvětví se vyznačují tím, že dosahují velmi dobrých výsledků v období expanze, kdežto v dobách recese se dostávají do potíží. To je zapříčiněno tím, že nákup výrobků, či služeb může zákazník odložit na pozdější, pro něj příznivější dobu (27, s. 245)

Růst ceny ropy

Letecké společnosti jsou vystaveny fluktuaci ceny ropy, která má přímý vliv na cenu leteckého paliva. K snížení rizika mohou společnosti využívat derivátových instrumentů (1, str. 55). Jedná se o velmi specifické riziko pro letecké odvětví. Korelaci cen ropy a leteckého odvětví, které reprezentuje index XAL, skládající se z největších leteckých společností na světě (především z USA) můžeme vidět na následujícím grafu.



Graf. 1: Vývoj cen ropy a indexu XAL (Převzato z 10)

Rizik pro letecké odvětví může být mnohem více, snažil jsem se však vyjmenovat ty nejpodstatnější. Dále za zmínku stojí letecké katastrofy a teroristické útoky, které podkopávají důvěru v leteckou dopravu. Poslední slova perfektně prezentuje následující graf, kde je vidět, jak index XAL po teroristických útocích 11. září 2001 spadl o více jak 50 %.

Graf. 2: Index XAL v roce 2001 (převzato z 10)

2.3.2 Způsoby analýzy jednotlivých akciových společností a jejich akcií

V další části fundamentální analýzy se co nejdůkladněji díváme na emitenta akcií, jelikož kurzy by se měly odvíjet od jeho činnosti a kvality. Kvalitu emitentů nelze hodnotit pouze podle jejich současné hospodářské situace, ale je potřeba sledovat, jakých výsledků

společnost dosahuje dlouhodobě a jakých výsledků může dosahovat v budoucnu (27, s. 247). Pro svoji práci jsem zvolil časové období za posledních 5 let, o tom však více v praktické části.

Při analýze jednotlivých akciových společností a jejich akcií máme na výběr z mnoha metod, které se od sebe různě liší, a které můžeme různě kombinovat. Jejich základní rozdělení může vypadat takto:

- modely založené na diskontovaném cash flow (DCF),
- bilanční modely,
- finanční analýza.

Modely založené na diskontovaném cash flow

Do této kategorie spadají modely, které mají společné to, že se v nich snažíme předpovědět budoucí toky hotovosti a ty pak diskontujeme určitou úrokovou sazbou, abychom zjistili jejich současnou hodnotu (9, s. 51)

Jako hlavní zástupce této kategorie můžeme zvolit:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely.

Oba modely založené na diskontování mají však své nedostatky, které pramení především z toho, že i malá změna vstupních parametrů může způsobit velké změny ve dosaženém výsledku (13, s. 3). Navíc problém nastává i v případě odhadů budoucích peněžních toků u leteckých společností. Jelikož se jedná o cyklické odvětví závislé i na mnoha jiných faktorech (viz. 2.3.1), je velice složité odhadovat budoucí výsledky hospodaření a z nich často plynoucí dividendy, a proto tyto metody nejsou pro odvětví letecké dopravy příliš vhodné a v práci jsou uvedeny jen pro kompletnost informací v teoretické části.

Dividendové diskontní modely

U použití dividendových diskontních modelů se vnitřní hodnota akcie vyjádří jako součet v budoucnu očekávaných dividend diskontovaných na současnou hodnotu (27, s. 251).

Vše nejlépe vysvětlí následující vzorec:

$$VH_A = \frac{D_1}{(1+r_d)} + \frac{D_2}{(1+r_d)^2} + \cdots + \frac{D_n + C}{(1+r_d)^n}$$

kde: VH_A – vnitřní hodnota akcie,

$D_{(1,2,\ldots,n)}$ – očekávaná dividenda v jednotlivých letech držby akcie,

$C_{(1,2,\ldots,n)}$) – očekávaná tržní cena (kurz) akcie na konci jednotlivých let její držby,

r_d – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra),

n – počet let trvání investice (27, s. 250).

Rovnice počítá i s následujícím prodejem akcie znázorněného písmenem „C“.

Dividendové diskontní modely jsou dále děleny podle vývoje dividend, to však překračuje obsahovou náplň práce, a proto zde nejsou uvedeny.

Ziskové modely

Existuje blízká návaznost mezi dividendovými diskontními modely a ziskovými modely, jelikož většina ziskových modelů byla vytvořena modifikací dividendových diskontních modelů. Nevycházejí však z dividend, ale ze zisku akciového emitenta připadajícího na předmětnou akcii, tudíž se vnitřní hodnota zjišťuje z očekávaného zisku. Ziskové modely se uplatňují spíše v praxi, oproti dividendovým diskontním, které se uplatňují více v teoretické oblasti (27, s. 258).

Bilanční modely

Pracují pouze s údaji z rozvahy, což nese své výhody i nevýhody. Jasnou výhodou se jeví snadná dostupnost potřebných údajů k výpočtu. Na druhou stranu nevýhoda spočívá

v tom, že oceňují podnik pouze na základě účetních údajů a nikoli na základě jejich tržní hodnoty (27, s. 265).

Finanční analýza podniku

Díky pohledu do minulosti umožňuje provést diagnózu hospodaření každé společnosti a na základě výpočtu různých druhů ukazatelů, které mají potřebnou vypovídající schopnost, dokáže rozpoznat, jak vývojové trendy, tak i poruchy v hospodaření dané společnosti. Jedná se o jeden z nejvýznamnějších způsobů fundamentální podnikové analýzy (27, s. 267).

Metody finanční analýzy podniku můžeme rozdělit podle Rejnuše do těchto skupin:

- vertikální analýza,
- horizontální analýza,
- analýza poměrových ukazatelů,
- bonitní modely,
- bankrotní modely a
- modely mezipodnikového srovnání (27, s. 269).

Jak můžeme vidět, metod finanční analýzy podniku je celá řada, vysvětleny ovšem budou pouze ty, které s prací přímo souvisí a jsou použity v následující praktické části.

Ještě, než rozebereme potřebné metody, je třeba mít na paměti, že pomocí metod finanční analýzy podniku, na rozdíl od DCF metod, nedojdeme ke konkrétní vnitřní hodnotě akcie, nýbrž jsme schopni posoudit a případně predikovat rizikovost, výnosnost analyzovaných společností (27, s. 269)

Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele vznikají vzájemným vydělením vybraných položek získaných z finančních výkazů podniku nebo v případě ukazatelů tržní hodnoty z údajů

mimoúčetních. Aby ukazatele dávaly smysl, je logické, aby existovaly mezi vybranými položkami smysluplné vazby (27, s. 270)

Za všeobecně nejpoužívanější můžeme považovat následující členění poměrových ukazatelů na:

- ukazatele rentability,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele tržní hodnoty podniku (27, s. 270)

Opět zde budou vyjmenovány pouze ukazatele, které přímo s prací souvisí.

Ukazatele rentability

Jedná se o jedny z nejsledovanějších ukazatelů, vzhledem k tomu, že měří úspěšnost společnosti porovnáním zisku s ukazateli vypovídajícími o vynaložených prostředcích na jeho dosažení. U ukazatelů rentability se v čitateli používá zisk, který se dá vyjádřit mnoha způsoby (27, s. 272). Je na samotném analytikovi, který způsob vyjádření zisku si vybere. Vzhledem k tomu, že se v práci budou porovnávat společnosti, které jsou registrovány v různých zemích s různými daňovými sazbami, za nejvhodnější variantu vyjádření zisku jsem zvolil čistý zisk neboli EAT.

● Ukazatel rentability celkových aktiv (ROA)

Ukazuje vztah celkových aktiv podniku a zisku. Jinými slovy vyjadřuje čistou výnosnost celkových aktiv podniku a je považován za klíčový ukazatel úspěšnosti podnikatelské činnosti (27, s. 272).

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{Celková aktiva}}$$

● Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE)

Bývá též označován jako ukazatel zhodnocení kapitálu vloženého akcionáři. Obecně platí, že by jeho velikost neměla být nižší, než je výnosnost státních dluhopisů (27, s. 272-273).

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAI}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Ukazatele zadluženosti

Poskytují informace o tom, jak velký podíl tvoří dluhy podniku na jeho celkových aktivech. Slouží jak věřitelům, tak akcionářům. Obecně platí, že čím vyšší zadluženost ukazují, tím je pro podnik těžší získávat cizí kapitál. Vysoký podíl dluhu též může mít v budoucnu neblahý dopad na likviditu a hospodářskou situaci podniku (27, s. 273)

● Ukazatel celkové zadluženosti

Ukazatel vyjadřuje poměr cizího kapitálu vůči celkovým aktivům společnosti. Jinými slovy měří rozsah, v jakém podnik využívá cizí zdroje ke svému financování. Můžeme ho též nazvat „ukazatelem věřitelského rizika“ (27, s. 273)

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

Odvětví letecké dopravy můžeme obecně považovat za jedno z těch, kde je hodnota ukazatele celkové zadluženosti vysoká. Průměrná hodnota tohoto ukazatele přepočtená na procenta pro analyzované společnosti uvedené v práci činila 89,14 %, což se příliš neliší od oborového průměru.

Ukazatele tržní hodnoty podniku

Vyjadřují, jak je trhem hodnocena činnost společnosti. V ukazatelích se kromě hodnocení dosavadních výsledků projevují též hodnocení budoucího vývoje. Kvůli využití

mimoúčetních údajů objevujících se na burzách, se ukazatele tržní hodnoty podniku dají aplikovat pouze u veřejně obchodovatelných společností (27, s. 277).

● Zisk na akcii (EPS)

Jedná se o jeden z klíčových ukazatelů, který je jediným ukazatelem z této kategorie, který musí být uveden ve výkazu zisků a ztrát (9, s. 48). Vyjadřuje hodnotu čistého zisku, která připadá na kmenovou akcii.

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT} - \text{dividendy připadající na prioritní akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

● Cena k zisku na akcii (P/E)

Ukazatel P/E vypovídá o tom, jaký násobek zisku jsou investoři ochotni zaplatit za jednu akcii. Jedná se o ukazatel, který je nejčastěji sledován a posuzován.

$$\text{P/E} = \frac{\text{Trřní cena akcie}}{\text{EPS}}$$

Přijatelná hodnota P/E se pohybuje mezi 8 až 12, u perspektivnějších akcií je hodnota vyšší, kolem 15 (27, s. 279). Tyhle hodnoty se ovšem v čase mění s ohledem na současné nálady na trhu.

● Dividenda na akcii (DPS)

Ukazatel dividenda na akcii nám říká, kolik peněžních prostředků připadá na jednu kmenovou akcii. K výsledku dospějeme podílem částky připadající na výplatu dividend vůči počtu kmenových akcií. Tento ukazatel ovšem bývá často uváděn ve výročních zprávách společností.

● Výplatní poměr

Vypovídá o dividendové politice společnosti. Čím vyšší poměr je, tím větší část zisku společnost vyplácí akcionářům v podobě dividend (27, s. 280)

$$\text{Výplatní poměr} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

● Dividendový výnos (DY)

Ukazuje poměr vyplacené dividendy vůči tržní ceně akcie. Tímto ukazatelem můžeme posuzovat, jak atraktivní dividenda vůči tržní ceně je.

$$DY = \frac{DPS}{Tržní\ cena\ akcie}$$

● Cena k účetní hodnotě (P/B)

Poskytuje informaci o tom, jaký násobek vlastního kapitálu společnosti platíme v ceně její akcie (9, s. 49)

$$\text{P/B} = \frac{\text{Tržení cena akcie}}{\text{Vlastní kapitál připadající na kmenovou akcii}}$$

Bankrotní modely

Jejich účelem je včas informovat uživatele o tom, zda podniku hrozí v blízké budoucnosti bankrot. Jsou založeny na předpokladu, že ve společnostech dochází již několik let před úpadkem k jistým příznakům, které se projeví ve vývoji určitých finančních ukazatelů. Výsledkem je hodnotící koeficient, jehož hodnota vypovídá o míře ohrožení podniku (27, s. 286).

Altmanovy bankrotní modely (Z-score)

Z-score můžeme rozdělit do dvou základních skupin podle toho, jestli jsou měřené společnosti burzovně obchodovatelné nebo nikoli. Následující část je zaměřena na Altmanův koeficient bankrotu pro akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovatelné na veřejných organizovaných trzích, respektive společností, u nichž je v kterémkoli okamžiku snadno zjistitelný kurz jejich akcií. Tento model má následující tvar:

$$"Z-score" = 1{,}2x_1 + 1{,}4x_2 + 3{,}3x_3 + 0{,}6x_4 + 1{,}0x_5$$

K dosazovaným proměnným patří následující poměrové ukazatele:

x_1 = čistý pracovní kapitál / celková aktiva

x_2 = zisk po zdanění (EAT) / celková aktiva

x_3 = zisk před zdaněním a úroky (EBIT) / celková aktiva

x_4 = tržní hodnota vlastního kapitálu / celkové dluhy

x_5 = celkové tržby / celková aktiva

Pokud je výsledek vyšší než 2,99, je možno sledovanou společnost považovat za finančně stabilní. Pokud je vypočtená hodnota nižší než 1,81, je třeba počítat s možným bankrotem sledované společnosti. Pokud se vypočtená hodnota Z-score nachází v rozmezí 1,81 až 2,99, neexistuje statisticky průkazná prognóza budoucí finanční situace (27, s. 287).

Metody mezipodnikového srovnání

Podniky můžeme srovnávat z mnoha důvodů. Nejčastěji se tak děje při sestavování portfoliových investic, kdy se investoři snaží souběžně analyzovat akcie více společností za účelem vybrat ty, které se jeví jako nejvýnosnější. Aby byl výsledek dostatečně vypovídající, je zapotřebí kromě výběru správných ukazatelů zvolit i společnosti, které jsou navzájem srovnatelné. (27, s. 290).

Velice účinným způsobem při mezipodnikovém srovnávání může být sestavení matice, obsahující analyzované objekty a jejich ukazatele. Postup by měl probíhat takto:

- výběr vhodných podniků, které je možné srovnávat,

- výběr vhodných ukazatelů,
- určení charakteru jednotlivých ukazatelů,
    - je-li žádoucí, aby měl co nejvyšší hodnotu, přiřadíme charakteristiku +1,
    - je-li žádoucí, aby měl co nejnižší hodnotu, přiřadíme charakteristiku -1,
- přidělení vah, dle významu ukazatele (27, s. 290-291).

Tab. 1: Výchozí matice pro vzájemné porovnání firem (vlastní zpracování podle 24, s. 291)

Podnik	Kritérium (zvolené ukazatele)			
	K1	K2	...	Km
P1	x_{11}	x_{12}	...	x_{1m}
P2	x_{21}	x_{22}	...	x_{2m}
...	...	...	...	...
Pn	x_{n1}	x_{n2}	...	x_{nm}
Váhy ukazatelů	v_1	v_2	...	v_m
Charakter ukazatelů	+1	-1	...	+1

Metod mezipodnikového srovnání je celá řada. Vybrána byla bodovací metoda při diferencovaných vahách, která je níže vysvětlena.

Bodovací metoda při diferencovaných vahách

Metoda je založena na tom, že se společnosti, která dosáhla nejlepší hodnoty v případě daného ukazatele, přidělí 100 bodů (vynásobená váhou ukazatele). U ostatních společností v daném ukazateli dopočteme hodnoty, dle následujících vzorců:

- při charakteru ukazatele +1

$$b_{ij} = \frac{x_{ij}}{x_{i,max}} \times (100 \times \text{váha ukazatele})$$

- při charakteru ukazatele -1

$$b_{ij} = \frac{x_{i,min}}{x_{ij}} \times (100 \times \text{váha ukazatele})$$

kde: b_{ij} – bodové ohodnocení i-tého podniku pro j-tý ukazatel,

x_{ij} – hodnota j-tého ukazatele v i-té firmě,

$x_{i,max}$ – nejvyšší hodnota j-tého ukazatele,

$x_{i,min}$ – nejnižší hodnota j-tého ukazatele.

Společnosti můžeme vyhodnotit dle dosaženého součtu bodů za všechny ukazatele. Nejlepší bude společnost, která dosáhne ve výsledku nejvyššího počtu bodů (27, s. 296).

3 STATUT FONDU A PRVOTNÍ VÝBĚR AKCIÍ LETECKÝCH SPOLEČNOSTÍ

V této části bude definován statut fondu a na základě zvolených kritérií budou vybrány společnosti, které budou v další části podrobeny analýze.

3.1 Statut fondu

Na začátek praktické části jsem se rozhodl stanovit statut fondu, vzhledem k cíli práce, kterým je sestavit návrh prvotní investice pro fond kvalifikovaných investorů. Účelem tohoto statutu je pouze uvést základní informace, a proto zde nebudou uvedeny náležitosti pro práci nepodstatné.

3.1.1 Údaje o fondu

Fond je fondem kvalifikovaných investorů. Jedná se o uzavřený podílový fond, který je zřízen na dobu pět let. Po uplynutí doby se fond přemění na otevřený podílový fond. Jedná se o akciový růstový fond s aktivní správou. Referenční měnou je CZK.

3.1.2 Strategie fondu

Fond investuje do akcií evropských leteckých společností obchodovaných na veřejných organizovaných trzích. Investuje na základě fundamentální analýzy a rozhoduje se podle růstového potenciálu a pravděpodobnosti možného bankrotu vybraných firem. Rizika spojená s nepříznivým vývojem devizových kurzů jsou jištěna ve výši 100 %.

3.1.3 Investiční limity

Nelze investovat více než 50 % majetku fondu do jedné právnické osoby.

3.2 Prvotní výběr leteckých společností

Na Evropském leteckém trhu se pohybuje celá řada společností. Analyzovat všechny by však nebylo příliš efektivní a práce by tak obsahovala stovky stran. Z tohoto důvodu jsem se rozhodl stanovit kritéria, podle kterých bude tato množina upravena do množiny menší. Kritéria vychází ze statutu fondu. Vybrané společnosti budou podrobeny analýze a sledovány za období posledních pěti let.

Aby se společnosti dostaly do užšího výběru, musely splňovat dvě základní kritéria výběru, jimiž jsou:

- společnost musí mít sídlo v eurozóně,
- musí se jednat o společnost obchodovanou na veřejných organizovaných trzích.

Obě tyto kritéria mají své opodstatnění. To, že společnost musí pocházet z eurozóny má prostý význam, a to ten, že jejich účetní výkazy jsou vedeny v eurech, díky čemuž eliminujeme problém kurzových rozdílů a jejich srovnání bude lépe proveditelné. Druhé kritérium bylo zvoleno z důvodu lepší dostupnosti dat a z důvodu, že akcie společností obchodovaných na veřejných organizovaných trzích bývají likvidnější než akcie ostatních společností, které do této skupiny nepatří.

3.2.1 Vybrané společnosti

Po aplikaci výše zmíněných kritérií nám zůstala skupina sedmi společností, na které se již blíže podíváme. Patří sem:

- Aegean Airlines SA,
- Air Berlin Plc,
- Air France KLM SA,
- Deutsche Lufthansa AG,
- Finnair Oyj,
- International Consolidated Airlines Group SA,
- Ryanair Holdings Plc.

4 ANALÝZA A KOMPARACE VYBRANÝCH LETECKÝCH SPOLEČNOSTÍ

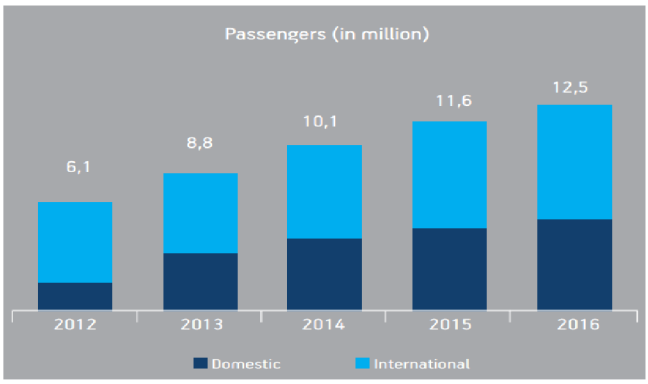
V následující části budou všechny vybrané společnosti analyzovány. U každé společnosti bude uvedena stručná charakteristika, dále analýza tržeb a zisků a analýza poměrových ukazatelů. V závěru této části proběhne mezipodnikové srovnání na základě stanovených kritérií. Údaje jsem čerpal především z účetních závěrek, které jsou vystaveny na oficiálních stránkách všech zmíněných společností.

4.1 Analýza vybraných leteckých společností

V analýze vybraných leteckých společností budou společnosti krátce charakterizovány. Další část se zabývá analýzou tržeb a zisků společností a vybranými poměrovými ukazateli. Analýza je provedena na datech za posledních pět účetních období, tedy obdobích let 2012 až 2016.

4.1.1 Aegean Airlines SA

„Egejské Aerolinky" jak by zněl doslovný překlad, se zabývají především dopravou osob a logistikou. Společnost léta do 145 destinací v 45 zemích, především v západní Evropě a na Blízkém východě. Společnost zaměstnává 2334 zaměstnanců. V roce 2016 přepravila 12,5 milionů cestujících, což je od roku 2012 nárůst o 6,4 milionů. Velkou zásluhu na tom má rozšíření flotily, která se skládá z 61 letadel s průměrnou délkou stáří 8,8 let (1, str.13-14). Graf týkající se počtu pasažérů za posledních pět let je zobrazen na následující straně



Graf. 3: Počet pasažérů Aegean Airlines (převzato z 01, str. 15)

Od roku 2008 se jedná o největší řeckou leteckou společnost. Historie společnosti sahá do roku 1988 a od roku 2007 je veřejně obchodovatelnou společností. Poslední zajímavostí z historie společnosti je akvizice další řecké společnosti Olympic Air v říjnu 2013 (1, str. 9).

Tržní kapitalizace společnosti činí 557,05 milionů €. Veřejně se obchoduje 42,51 %, zbytek je vlastněn strategickými vlastníky.

Tab. 2: Informace o emisi Aegean Airlines (vlastní zpracování)

Informace o emisi	
ISIN	GRS495003006
Počet kmenových akcií (v mil.)	71,42
Tržní kapitalizace (v mil. EUR)	557,05

Analýza tržeb a zisků

Aegean Airlines vykazují v posledních letech uspokojivé výsledky. Za zmínku obzvlášť stojí nárůst tržeb, který činil ve sledovén období téměř 9 % ročně. Velký vliv na tržby však měla akvizice Olympic Air v roce 2013, což musíme do našeho posouzení zahrnout. Nicméně i přes tento fakt můžeme tvrdit, že se tržby vyvíjejí nadprůměrně v rámci odvětví i celého trhu. Výsledek hospodaření se vyvíjel kladně, až na krizové období v letech 2010-2012. Ve výsledku můžeme považovat zisky společnosti za uspokojivé, i když v posledních dvou letech zaznamenaly určitý pokles.

Tab. 3: Ukazatelé tržeb a zisků Aegean Airlines (vlastní zpracování podle 19)

Ukazatelé tržeb a zisků	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. EUR)	653	699	912	983	1020
EAT (v mil. EUR)	-10	58	80	68	32
EPS (EUR)	-0,15	0,81	1,12	0,96	0,45

Analýza vybraných poměrových ukazatelů

Rentabilita vlastního kapitálu i celkových aktiv dosahovala příznivých hodnot, kdy rentabilita celkových aktiv přesahovala dokonce 10 % v období 2013-2015. Zadluženost společnosti se pohybuje okolo 65 %. Tato hodnota sice nesplňuje tzv. „zlaté pravidlo“, že by společnost neměla být financována více než z 50 % cizími zdroji, avšak v porovnání s leteckým odvětvím si vede dobře a je jednou z nejméně zadlužených společností z naších sedmi sledovaných. Hodnoty Výplatní poměr a Dividend yield můžeme považovat za velice atraktivní. Ukazatel P/E se za sledované období pohyboval kolem hodnoty osm. Ke konci roku 2016 můžeme vidět nárůst tohoto ukazatele na hodnotu 13,76, který je způsoben poklesem zisku na akcii. Hodnota ukazatele P/BV se pohybuje na přiměřené výši okolo hodnoty 2,3. Dividendy akcionářům společnost vyplatila celkem čtyřikrát v posledních 10 letech. Výplatní poměr se pohybuje v posledních třech letech ve vysokých hodnotách přes 60 %.

Tab. 4: Vybrané poměrové ukazatele Aegean Airlines (vlastní zpracování dle 19)

poměrové ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	-0,065	0,272	0,370	0,306	0,131
ROA	-0,025	0,103	0,128	0,102	0,049
Celková zadluženost	0,615	0,620	0,656	0,668	0,624
P/E	-12,07	7,15	5,96	7,11	13,76
P/BV	0,84	1,94	2,21	2,20	1,81
Výplatní poměr	0	0	0,625	0,729	0,889

Kurz akcie se během hospodářské krize propadl k hodnotě blížící se 1 euru za akcii. Během let posílil na hodnotu kolem 7 euro za akcii, kde se pohybuje v posledních letech, a kde se též pohyboval před krizí.

Graf. 4: Kurz akcie Aegean Airlines za posledních 10 let (převzato z 19)

4.1.2 Air Berlin Plc

Jedná se o druhou největší německou leteckou společnost. V roce 2016 skupina zaměstnávala 8481 zaměstnanců, dopravila 28,9 milionů pasažérů ve svých 139 letadlech. Společnost se zabývá hlavně přepravou osob a MRO (údržba a oprava). Hlavním podílníkem je společnost Etihad Airways, která vlastní téměř 30 % akcií (2, str. 12, 15). Historie společnosti sahá až do roku 1978, překvapivě do USA, kde byla společnosti založena, po pádu Berlínské zdi se však společnost přesouvá do Německa. V roce 2005 vzniká ve Spojeném království mateřská společnost, která má ovšem sídlo v Berlíně. Tato společnost se od roku 2006 obchoduje na veřejně organizovaných trzích. Během té doby skupina nakoupila podíly v aerolinkách Belair Airlines a NIKY (3).

Tab. 5: Informace o emisi Air Berlin (vlastní zpracování dle 05, str. 12)

Informace o emisi	
ISIN	GB00B128C026
Počet kmenových akcií (v mil.)	116,8
Tržní kapitalizace (v mil. EUR)	127,43

Společnost vydala kromě 116,8 milionu kusů kmenových akcií, také 50 000 kusů akcií prioritních.

Analýza tržeb a zisků

V posledních letech je společnost v značném úpadku. Tržby postupně klesají a co je nejhorší, v posledních čtyřech letech je výsledek hospodaření záporný, a dokonce i ten má stále klesající tendenci. Společnost se dokonce dostala za rok 2016 do ztráty 782 milionů eur, to je více než polovina celkových aktiv společnosti.

Tab. 6: Ukazatelé tržeb a zisků Air Berlin (vlastní zpracování dle 20)

Ukazatelé tržeb a zisků	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. EUR)	4312	4147	4160	4082	3785
EAT (v mil. EUR)	7	-316	-377	-447	-782
EPS (EUR)	0,06	-2,71	-3,31	-4,04	-6,93

Červená čísla se ovšem neobjevují pouze ve výkazu zisků a ztrát. Špatné hospodaření se projevilo i v rozvaze, kde nastala situace, že se vlastní kapitál díky položce „Nerozdělený zisk“ (v našem případě ztráta) dostal do záporných čísel.

Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů nám jen potvrzuje špatnou situaci společnosti. Rentabilita aktiv se nachází už řadu let v záporných číslech a rentabilitu vlastního kapitálu ani nelze prezentovat vzhledem k záporným hodnotám vlastního kapitálu a zisku. Celková zadluženost se zvýšila na 206 % v roce 2016. Z předchozího textu nám může být jasné, že některé ukazatele tržní hodnoty se budou vyvíjet stejně špatně, jako se vyvíjelo hospodaření společnosti. Díky negativnímu výsledku hospodaření za poslední čtyři roky se i ukazatel P/E vyvíjí záporně. Záporných hodnot dosahuje i ukazatel P/BV. Dividendy nebyly vyplaceny za posledních 10 let ani jednou a téměř s jistotou můžeme říct, že ani v blízké budoucnosti vyplaceny nebudou.

Tab. 7: Vybrané poměrové ukazatele Air Berlin (vlastní zpracování dle 20)

poměrové ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	0,054	-	-	-	-
ROA	0,003	-0,168	-0,202	-0,315	-0,565
Celková zadluženost	0,941	1,099	1,223	1,564	2,063
P/E	25,17	-0,61	-0,34	-0,22	-0,09
P/BV	1,36	-1,03	-0,31	-0,13	-0,05
Výplatní poměr	0	0	0	0	0

Z následujícího grafu je patrné, že kurz má býčí trend. Pozitivní impuls ovšem přišel po zveřejnění zprávy o restrukturalizaci, která je popsána na následující straně. Kurz se tak odrazil od hodnoty 0,6, a to až na hodnotu přesahující cenu 1 euro za akcii.

Graf. 5: Kurz akcie Air Berlin za posledních 10 let (převzato z 20)

Nepříznivou situaci se bude společnost snažit změnit pomocí restrukturalizace, která zahrnuje 3 pilíře. Prvním krokem je snížení počtu letadel ve flotile na 75, tedy téměř o 50 % a zahájení nových dálkových letů. Dalším krokem je poskytnutí tzv. „wet lease“, tedy operací, kdy společnost dodá kromě letadel i další faktory (posádku, pojištění, údržbu atd.). Tato služba bude poskytnuta společnosti Lufthansa Group a bude čítat celkem 35 letadel. Posledním krokem je odchod z některých trhů (26, str. 4-6).

4.1.3 Air France KLM SA

Společnost v dnešní podobě vznikla roku 2003 fúzí společností Air France a nizozemské KLM, čímž vznikla jedna z největších dopravních společností světa. Vznik těchto společností však sahá daleko do minulosti, konkrétně do roku 1933 pro Air France, a dokonce do roku 1919 u holandské KLM. Akcie jsou na veřejných trzích k dispozici od roku 1999, kdy na pařížskou burzu vstoupila Air France. Mezi nejvýznamnější dceřiné společnosti můžeme zařadit aerolinky HoP! a nízkonákladovou aerolinku Transavia. Společnost se kromě přepravy osob zabývá logistikou, údržbou a cateringem. Skupina v roce 2016 přepravila 93,4 milionů pasažérů, do 328 destinací. Flotila společnosti se skládá ke konci roku 2016 z 552 letadel s průměrným stářím 11 let (4, 5).

Tab. 8: Informace o emisi Air France KLM (vlastní zpracování dle 6)

Informace o emisi	
ISIN	FR0000031122
Počet kmenových akcií (v mil.)	299,07
Tržní kapitalizace (v mil. EUR)	2798,04

Analýza tržeb a zisků

Tržby společnosti ve sledovaném období stagnují, svědčí o tom jen nevýrazný průměrný roční nárůst 0,36 %. Zlepšení naopak můžeme vidět ve výsledku hospodaření, který se dostal během roku 2015 z červených čísel a v roce 2016 vzrostl významným způsobem. Z toho plynoucí zisk na akcii dosahuje za rok 2016 zajímavé hodnoty 2,25.

Tab. 9: Ukazatelé tržeb a zisků Air France KLM (vlastní zpracování dle 21)

Ukazatelé tržeb a zisků	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. EUR)	25649	25520	24912	26062	24846
EAT (v mil. EUR)	-1192	-1827	-198	118	767
EPS (EUR)	-4,14	-6,17	-0,76	0,34	2,25

Analýza poměrových ukazatelů

Rentabilita vlastního kapitálu ukazuje v posledních dvou letech velice dobré hodnoty, avšak to je způsobenou nízkou hodnotou vlastního kapitálu, proto je pro nás důležitější rentabilita celkových aktiv. Ukazatel ROA se pohyboval dlouhá léta v záporných hodnotách. V roce 2016 činila hodnota tohoto ukazatele 3,3 %, tato hodnota je sice mírně podprůměrná, ale nejlepší za sledované období u společnosti Air France-KLM. Zadluženost společnosti je vysoká, avšak v posledních dvou letech, které částečně zlepšují celkový pohled na společnost, se dluh snižuje. I tak ovšem dosahuje vysokých hodnot, konkrétně 94 % na konci roku 2016. Poměr P/E se na konci roku 2016 pohyboval na velice zajímavé úrovni 2,44. V současné době, kdy kurz posílil o 90 % se hodnota toho ukazatele zvýšila na hodnotu kolem čísla sedm. Cena vůči účetní hodnotě se za sledované období značně měnila. Příčinou byla především hodnota vlastního kapitálu, která v letech 2012–2016 měnila své hodnoty, a to díky položce zisk (ztráta) minulých let. Dividendy společnost vyplatila naposledy v roce 2008, vzhledem k současné finanční situaci se nedá očekávat, že dividendy budou v příštím roce vyplaceny, a že se společnost zaměří spíše na růst a umořování dluhu.

Tab. 10: Vybrané poměrové ukazatele Air France KLM (vlastní zpracování dle 21)

poměrové ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	-0,242	-0,815	-	0,524	0,597
ROA	-0,043	-0,072	-0,009	0,005	0,033
Celková zadluženost	0,821	0,912	1,029	0,990	0,944
P/E	-1,69	-1,23	-10,47	20,65	2,44
P/BV	0,43	1,02	-3,56	9,37	1,28
Výplatní poměr	0	0	0	0	0

Kurz akcie se v období let 2007-2009 propadl a ztratil většinu své hodnoty. V první polovině roku cena akcie stoupá. Býčí trend akcií leteckých společností se ovšem dá vypozorovat i u ostatních aerolinek.

Graf. 6: Kurz akcie Air France-KLM za posledních 10 let (převzato z 21)

4.1.4 Deutsche Lufthansa AG

Německá společnost Lufthansa patří mezi největší letecké dopravce na světě. Tato globální letecká skupina s více než 550 dceřinými a přidruženými společnostmi se zabývá osobní dopravou, logistikou, MRO, cateringem a dalšími přidruženými službami. V roce 2016 zaměstnávala v průměru 123 287 zaměstnanců. Na konci roku 2016 se Lufthansa Group mohla pochlubit flotilou skládající se z 617 letadel s průměrným věkem 11,3 let. Mezi dceřiné společnosti patří především SWISS, Austrian Airlines, Eurowings. Dále v lednu 2017 Lufthansa Group nakoupila významné podíly ve společnostech SunExpress a Brussels Airlines (14).

Lufthansa existuje již od roku 1926, avšak konec druhé světové války znamenal konec i pro Lufthansu. V roce 1953 však byla opět založena jako státní firma. Až v roce 1997 se Lufthansa dočkala plné privatizace (16).

Tab. 11: Informace o emisi Lufthansa Group (vlastní zpracování dle 17)

Informace o emisi	
ISIN	DE0008232125
Počet kmenových akcií (v mil.)	468,81
Tržní kapitalizace (v mil. EUR)	7653

Analýza tržeb a zisků

Tržby společnosti jsou v posledních letech stabilní a mají mírně stoupající trend. Za posledních 10 let tržby stouply v průměru o 4,78 % ročně, což se dá považovat za příznivý signál. Opět je zde třeba mít na paměti, že částečnou zásluhu, na tom měli akvizice společnosti. Velmi dobrých výsledků hospodaření společnost dosahovala v posledních dvou letech. Nárůstu zisku v posledních letech nezabránili ani časté stávky personálu za vyšší platy. S tímto problémem se Lufthansa dlouhodobě potýká.

Tab. 12: Základní ekonomické ukazatele Lufthansa Group (vlastní zpracování dle 22)

Ukazatelé tržeb a zisků	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. EUR)	30135	30028	30011	32056	32660
EAT (v mil. EUR)	990	313	55	1698	1776
EPS (EUR)	2,16	0,68	0,12	3,67	3,81

Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatel ROA dosahuje v posledních dvou letech hodnot přesahujících 5 %. ROE je vyšší, avšak je to opět způsobeno nízkým podílem vlastního kapitálu vůči celkovým aktivům společnosti. Zadluženost se v současné době pohybuje kolem 80 %, avšak v posledních letech se daří společnosti dluh snižovat. Problém však může nastat v době hospodářské recese, kdy se sníží tržby a dluh společnosti se stane hůře kontrolovatelným. Slovní zhodnocení opět doplňuje tabulka. V posledních letech byli investoři ochotni zaplatit za akcii pouze čtyřnásobek zisku společnosti, tato hodnota se pochopitelně zvyšuje s nárůstem tržní ceny za akcii v posledních měsících. I přes to můžeme poměr P/E považovat za velice zajímavý. Cenu vůči účetní hodnotě můžeme za celé sledované období považovat opět za velice přijatelnou, v současné době pohybující se kolem 1,2.

Tab. 13: Vybrané poměrové ukazatele Lufthasa Group (vlastní zpracování dle 22)

poměrové ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	0,120	0,052	0,014	0,294	0,252
ROA	0,035	0,011	0,002	0,052	0,051
Celková zadluženost	0,710	0,792	0,870	0,822	0,797
P/E	6,61	22,59	115,67	3,97	3,21
P/BV	0,81	1,19	1,64	1,19	0,81
Výplatní poměr	0	0,662	0	0,136	0,131

Dividendy společnost vyplácí v rozmezí 10-25 % z EBIT za podmínky, že tato částka nepřesahuje čistý zisk v daném roce (15).

Graf. 7: Kurz akcie Deutsche Lufthansa za posledních 10 let (převzato z 22)

V posledních pěti letech je kurz značně volatilní. Cena akcií Lufthansa Group v posledních měsících stoupá významným tempem, kdy se cena akcie zvýšila o více jak 50 %. Může za tím stát zveřejnění dobrého hospodaření za rok 2016 a býčí trend leteckých společností v první polovině roku 2017.

4.1.5 Finnair Oyj

Společnost Finnair se zabývá osobní dopravou a logistikou. Jedná se o jednu z nejstarších leteckých společností na světe. Působí již od roku 1923 a díky své ideální geografické pozici působí hlavně na Evropském a Asijském trhu. Do Asie směřuje v téhle době téměř polovina aktivit společnosti. Společnost na konci roku zaměstnávala 4937 zaměstnanců, přepravila 10,9 milionů cestujících ve více jak 70 letadlech s průměrnou délkou stáří 10,1 let (14, str. 9).

Tab. 14: Informace o emisii akcií Finnair (vlastní zpracování dle 7)

Informace o emisi	
ISIN	FI0009003230
Počet kmenových akcií (v mil.)	128,13
Tržní kapitalizace (v mil. EUR)	671,43

Analýza tržeb a zisků

Tržby společnosti Finnair můžeme považovat za stabilní, avšak jen s velmi malým nárůstem za poslední 10 let. Ve sledovaném období 2012-2016 dochází dokonce k celkovému poklesu tržeb. Od menší firmy, kterou Finnair je, by se dal očekávat vyšší růst. Výsledek hospodaření je, až na rok 2014, kladný s mírně rostoucím trendem.

Tab. 15: Ukazatelé tržeb a zisků Finnair (vlastní zpracování dle 12)

Ukazatelé tržeb a zisků	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. EUR)	2449	2400	2285	2324	2317
EAT (v mil. EUR)	11	23	-83	90	85
EPS (EUR)	0,02	0,11	-0,71	0,57	0,55

Ukazatele tržní hodnoty

Dlouhodobě dosahuje rentabilita společnosti Finnair nízkých hodnot. Výjimkou jsou hodnoty let 2015 a 2016, kdy se poměrové ukazatelé ROA a ROE dostaly do průměrných hodnot srovnatelných s konkurencí. Zadluženost společnosti se pohybuje poblíž hodnoty 65 % a můžeme jí v rámci odvětví považovat za uspokojivou. Ukazatel P/E byl v

posledních letech, stejně jako výsledek hospodaření, značně rozkolísaný. V současné době jsou investoři ochotni zaplatit za akcii cenu osminásobku současného zisku. Cena vůči učení hodnotě má velmi nízké hodnoty za sledované období posledních pěti let. Dividendová politika společnosti si klade za cíl vyplatit v průměru 1/3 EPS jako dividendu. Když se podíváme do tabulky, zjistíme, že dividenda byla vyplacena pouze dvakrát za posledních pět let.

Tab. 16: Vybrané poměrové ukazatele Finnair (vlastní zpracování dle 12)

poměrové ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	0,014	0,033	-0,161	0,124	0,099
ROA	0,005	0,010	-0,044	0,044	0,034
Celková zadluženost	0,650	0,686	0,727	0,645	0,661
P/E	119,50	24,82	-3,42	9,54	7,27
P/BV	0,39	0,51	0,61	0,96	0,60
Výplatní poměr	5	0	0	0	0,182

Graf. 8: Kurz akcie Finnair za psoledních 10 let (převzato z 23)

Kurz akcie společnosti Finnair zaznamenal prudký pokles v letech 2007 až 2008. Od roku 2012 má kurz velice mírný stoupající trend.

4.1.6 International Consolidated Airlines Group SA

International Airlines Group (dále „IAG“) je jednou z největších leteckých společností na světě, je registrována ve Španělsku a její akcie jsou obchodovány především na londýnské a madridské burze. Hlavní sídlo společnosti se nachází v Londýně. Flotila se skládá z 547 letadel, které létají do 268 destinací a každým rokem přepraví více jak 100 milionů cestujících. Jedná se o třetí největší leteckou skupinu v Evropě a šestou největší na světě. Společnost vznikla teprve v roce 2011 spojením španělské aerolinky Iberia a britské aerolinky British Airways. IAG má pod sebou, kromě již zmíněných společností Iberia a British Airways, taky společnosti Aer Lingus a Vueling. Všechny dceřiné společnosti létají pod svými jmény. Skupina se zabývá především osobní dopravou a logistikou (12).

Tab. 17: Informace o emisi akcií IAG (vlastní zpracování dle 24)

Informace o emisi	
ISIN	ES0177542018
Počet kmenových akcií (v mil.)	2103
Tržní kapitalizace (v mil. EUR)	12535

Analýza tržeb a zisků

Tržby IAG ve sledovaném období rostly zajímavým tempem v průměru téměř 7 % ročně. Kromě tržeb rostl také zisk společnosti. Jak můžeme vidět v tabulce, výsledek hospodaření rostl každý rok za celé sledované období výrazným tempem.

Tab. 18: Ukazatelé tržeb a zisků IAG (vlastní zpracování dle 24)

Ukazatelé tržeb a zisků	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. EUR)	18117	18569	20170	22858	22567
EAT (v mil. EUR)	-943	122	982	1495	1931
EPS (EUR)	-0,39	0,06	0,46	0,7	0,89

Analýza poměrových ukazatelů

Rentabilitu můžeme též považovat za velmi dobrou, v posledních letech dokonce za nadprůměrnou. Podnik je, jak jsme si již mohli u leteckých společností zvyknout, poměrně zadlužen a jeho celková zadluženost se pohybuje okolo 80 % a tuto hodnotu můžeme považovat v rámci odvětví za průměrnou. Ukazatel P/E ratio byl v posledních

letech dost rozkolísaný. Příčinou byla jak změna v čitateli, tak změna ve jmenovateli, tedy tržní cena akcie a zisk na akcii. V poslední době hodnota ustálila a investoři jsou ochotni za akcii zaplatit v průměru kolem sedmínásobku zisku společnosti. Cena vůči účetní hodnotě se pohybuje o něco víš než v případě předchozích společností, konkrétně kolem hodnoty 2,75. Dividendy společnost vyplácela pouze v letech 2015 a 2016, na druhou stranu se výplatní poměr pohyboval kolem 25 % a značí to fakt, že pokud se společnosti daří, vyplácí zajímavé dividendy. Poměr dividend v porovnání s cenou se pohybuje v mírně nadprůměrné výši.

Tab. 19: Vybrané poměrové ukazatele IAG (vlastní zpracování dle 24)

poměrové ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	-0,198	0,031	0,282	0,286	0,361
ROA	-0,048	0,006	0,042	0,053	0,071
Celková zadluženost	0,760	0,812	0,853	0,804	0,804
P/E	-5,67	80,67	13,15	11,76	5,81
P/BV	0,98	2,60	3,65	3,31	2,03
Výplatní poměr	0	0	0	0	0

Cena akcií IAG je znázorněna na následujícím grafu.

Graf. 9: Kurz akcie IAG za posledních 6 let (převzato z 24)

4.1.7 Ryanair Holdings Plc

Irskou leteckou společnost Ryanair můžeme brát jako typického zástupce nízkonákladových letů. Společnost byla založena v roce 1985. V roce 2016 přepravila společnost přes 119 milionů cestujících a stala se tak největší evropskou leteckou společností aspoň co se počtu cestujících týče. Flotila se skládá z 350 letadel a plánuje rozšíření flotily na počet 550 letadel do roku 2024, aby byla schopna přepravit přes 200 milionů pasažérů ročně. Ryanair je veřejně obchodovatelnou společností od roku 1997 a obchoduje se především na londýnské burze (28).

Tab. 20: Informace o emisi Ryanair (vlastní zpracování dle 29)

Informace o emisi	
ISIN	IE00BYTBXV33
Počet kmenových akcií (v mil.)	1275,32
Tržní kapitalizace (v mil. EUR)	21076

Analýza tržeb a zisků

Společnost Ryanair se může pochlubit nejlepším hospodařením s vybraných společností. Tržby rostli každým rokem, a to v průměru úctyhodným tempem 12,5 % ročně, což je nejvíc v porovnání s předchozími společnostmi. Zisk společnosti má rostou trend a v roce 2016 dokonce vystoupaly na téměř dvojnásobnou hodnotu oproti předchozímu roku. V budoucnu může mít nepříznivý vliv na tržby a zisk výsledek referenda o setrvání Spojeného království v Evropské Unii, tzv. „brexit“, jelikož spousta letů společnosti Ryanair vede právě do Velké Británie.

Tab. 21: Ukazatelé tržeb a zisků Ryanair (vlastní zpracování dle 25)

Ukazatelé tržeb a zisků	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. EUR)	4390	4884	5037	5654	6536
EAT (v mil. EUR)	560	569	523	867	1559
EPS (EUR)	0,39	0,4	0,38	0,64	1,16

Analýza poměrových ukazatelů

Rentabilitu dosahovala velmi dobré úrovně po celé období. V roce 2016 dosáhl dokonce ukazatel ROA hodnoty 13,9 %. Dalším pozitivním faktorem pro investory může být poměrně nízká zadluženost v porovnání s odvětvím, ve kterém se společnost nachází. Nesmíme ovšem přehlédnout zvýšení celkové zadluženosti společnosti v posledních dvou letech, která se blíží hodnotě 70 %. Protože se společnosti v posledních letech po hospodářské stránce dobře daří, projevuje se tenhle fakt i na ochotě investorů nakupovat akcie za vyšší násobky zisku, než je tomu u ostatních společností. Poměr ceny a účetní hodnoty na akcii můžeme považovat za dosti vysoký, pohybující se nad hranicí čtyřnásobku. Při pohledu na následující tabulku nám je na první pohled jasné, že Ryanair ponechává veškeré získané vydělané peníze ve společnosti a akcionářům nevyplácí žádné dividendy.

Tab. 22: Vybrané poměrové ukazatele Ryanair (vlastní zpracování dle 25)

poměrové ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	0,169	0,174	0,159	0,215	0,433
ROA	0,062	0,064	0,059	0,071	0,139
Celková zadluženost	0,633	0,634	0,627	0,669	0,679
P/E	12,23	16,20	26,68	24,05	12,58
P/BV	1,84	2,52	3,94	4,86	5,17
Výplatní poměr	0	0	0	0	0

Graf. 10: Kurz akcie Ryanair za posledních 10 let (převzato z 25)

Z grafu je jasně rozpoznatelný býčí trend akcií Ryanair. Za období posledních deseti let dosáhl nárůstu přes 200 %.

4.2 Mezipodnikové srovnání

V následující části srovnávám sedm výše zmíněných společností, a to podle následujících kritérií, která budou dále rozebrána:

- ziskovost,
- ekonomická stabilita,
- cena akcie,
- dividendová politika.

Ve výsledku bude zformulována matice, výpočtem bodovací metody při diferencovaných vahách, díky které můžeme posoudit, jaké společnosti jsou na tom v rámci srovnávaných kritérií nejlíp.

4.2.1 Srovnávací kritéria

Nejprve však pár slov o již zmíněných kritériích. Ve výběru vhodných kritérií jsem se částečně inspiroval Benjaminem Grahamem, tak aby vybraná kritéria seděla co nejvíce do dané práce, měla logickou strukturu a výsledek byl co nejpřesnější. Graham dále apeloval, aby společnosti, které projdou jeho filtrem měli odpovídající velikost, kladný výsledek hospodaření za posledních deset let a nepřerušenou výplatu dividend za posledních dvacet let (11, s 299-300). Aplikace těchto kritérii by však vyřadila všechny společnosti, proto jsem se rozhodl společnosti pouze porovnat na základě podobných kritérií.

Ziskovost

Dosažení zisku se obecně chápe jako jeden ze základních důvodů podnikání, a pokud společnost dlouhodobě zisků nedosahuje, je jen otázkou času, jak dlouho se na trhu udrží. I proto nesmí v naší srovnávací matici chybět. V této kategorii jsem zvolil ukazatel rentabilita celkových aktiv (ROA)

ROA jsem zvolil z důvodu nejlepší vypovídací schopnosti mezi ukazateli rentability. Navíc je ideální pro mezipodnikové srovnání, jelikož nezvýhodňuje zadlužené podniky, na rozdíl od rentability vlastního kapitálu (ROE). Hodnota v matici vystihuje průměrnou rentabilitu celkových aktiv za poslední tři roky. Důvod je prostý, a to ten, aby se především zamezilo výkyvům a matoucím účetním praktikám v jednotlivých letech. Ukazatel má v matici nejvyšší možnou váhu, tedy hodnotu 3je žádoucí, aby měl co nejvyšší hodnotu, proto je jeho charakter je kladný.

Ekonomická stabilita

Jako ukazatel stability jsem zvolil celkovou zadluženost společnosti, a to opět průměrnou za poslední tři roky, tak aby výsledek nezkresloval ojedinělý výkyv v posledním roce. Jak již bylo zmíněno, růst úrokových sazeb může mít katastrofické důsledky na hospodaření společností, a právě proto považuji tenhle faktor za jeden z klíčových. Ukazatel má v matici váhu 3, je žádoucí, aby měl co nejnižší hodnotu, a proto má záporný charakter.

Cena akcie

V této kategorii jsem zvolil dva ukazatele, kterými jsou cena vůči zisku na akcii (P/E) a cena vůči účetní hodnotě (P/BV). Tyto ukazatele tržní hodnoty by nám měli povědět, jak moc je akcie drahá. Dohromady se podílejí na výsledku matice z více jak jedné třetiny.

P/E je v matici uvedeno jako podíl aktuální tržní hodnoty a průměrný zisk na akcii za poslední tři roky. Ukazateli považuji za jeden z nejvýznamnějších a přiděluji mu váhu 3. Ukazatel má záporný charakter, jelikož je žádoucí, aby jeho hodnota byla co nejnižší.

P/BV je aktuální poměř převzatý z webu Morningstar.com. Jelikož se jedná o významný, avšak ne o nejdůležitější ukazatel, přiřazuji P/BV váhu 2. Ukazatel má opět záporný charakter.

Dividendová politika

Příjmy z dividend mohou výrazným způsobem zvýšit celkový výnos z investice, navíc se investor nemusí spoléhat pouze na růst tržní hodnoty na akciovém trhu. Jako ideální způsob hodnocení jsem zvolil ukazatel výplatní poměr, který nejlépe prezentuje dividendovou politiku společnosti, opět je zde vypočítán jako průměr několika let, konkrétně posledních tří. Ukazatel je kladného charakteru a má váhu 2.

4.2.2 Výsledná matice

Po stanovení kritérií je na čase vypracovat výslednou matici, která by nám měla přiblížit, jak si která společnost vede v porovnání s ostatními a můžeme přesně stanovit pořadí firem v rámci této metody. Na následující straně je k vidění tabulka s výchozími hodnotami zvolených ukazatelů.

Tab. 23: Výchozí hodnoty pro výpočet bodovací hodnoty (vlastní zpracování)

Společnosti	průměrná zadluženost	ROA	P/E	P/BV	výplatní poměr
Aegean Airlines	0,6491	0,0928	9,2016	2,3	0,7477
Air Berlin	1,6166	-0,3610	-0,1912	0	0
Air France-KLM	0,9878	0,0100	15,2787	2,2	0
Deutsche Lufthansa	0,8295	0,0351	6,4579	1,2	0,0892
Finnair	0,6779	0,0112	38,1951	0,8	0,0606
IAG	0,8203	0,0550	10,1561	2,7	0,1100
Ryanair	0,6585	0,0898	23,0642	4,5	0

Ukazatele jsou již popsány v předchozí kapitole, stejně jako způsob jejich výpočtu, proto rovnou přejděme k vypracované matici bodovací metodou při diferencovaných vahách.

Tab. 24: Bodovací metoda pro vybrané společnosti (vlastní zpracování)

Společnosti	průměrná zadluženost	ROA	P/E	P/BV	Výplatní poměr	součet	průměr	pořadí
Aegean Airlines	300	300	210,55	69,565	200	1080,113	83,086	1.
Air Berlin	120,460	0	0	-	0	120,460	9,266	7.
Air France-KLM	197,147	32,307	126,802	72,727	0	428,983	32,999	6.
Deutsche Lufthansa	234,746	113,471	300	133,333	23,849	805,400	61,954	2.
Finnair	287,241	36,080	50,723	200	16,212	590,255	45,404	5.
IAG	237,382	177,817	190,759	59,259	29,411	694,629	53,433	4.
Ryanair	295,736	290,394	83,999	35,556	0	705,684	54,283	3.
charakter ukazatele	-1	+1	-1	-1	+1	3 + 3 + 3 + 2 + 2 = 13		
váha ukazatele	3	3	3	2	2			

Ještě před slovním shrnutím matice, si zaslouží komentář některé hodnoty uvnitř matice. Konkrétně to jsou hodnoty u společnosti Air Berlin. Můžeme si všimnout, že místo přepočtených záporných výsledků se zde objevují „nuly“. Ty jsou v matici uvedeny namísto záporných hodnot v ukazatelích se záporným charakterem, které by neměli vypovídající hodnotu. Pro názornost uvedu příklad vztahující se právě ke společnosti Air Berlin, konkrétně k ukazateli P/E. Ten by ukazoval po výpočtu astronomické hodnoty, v případě, kdyby se výchozí hodnota blížila nule. Upravení hodnot nemá v našem případě vliv na výsledné pořadí, jelikož se i tak Air Berlin umístil na posledním místě.

Co se výsledků týče, můžeme vidět, že prvenství s poměrně velkým rozdílem dosáhla v matici řecká společnost Aegean Airlines. Zasloužila se o to především nejlepšími hodnotami celkem ve třech sledovaných ukazatelích, s celkovou vahou 8. Druhou nejlepší investicí vyšla podle srovnávací matice společnost Lufthansa. Překvapivě až třetím místě se v těsném závěsu objevila společnost Ryanair, i přes své vynikající hospodářské výsledky. Tato společnost doplatila na vysoké poměry ukazatelů P/E a P/BV. Dalším faktorem, který se projevil na výsledku byla absence výplaty dividend. Na čtvrtém místě máme skupinu IAG, která dosahovala ve všech ukazatelích téměř průměrných hodnot. Pátou příčku obsadila společnost Finnair, která doplatila na svou nízkou rentabilitu. Předposlední skončila Air France-KLM a není překvapením, že daleko na posledním místě skončila společnost Air Berlin, tedy předlužená společnost, která dosahuje záporných výsledků hospodaření a nevyplácí dividendu.

5 VERIFIKACE SLEDOVANÝCH SPOLEČNOSTÍ Z HLEDISKA JEJICH MOŽNÉHO BANKROTU

V této části budou společnosti hodnoceny pomocí bankrotního modelu „Z-score“, neboli Altmanova bankrotního modelu. Cílem této metody je určit, kterým podnikům hrozí v blízké budoucnosti bankrot, a které jsou finančně stabilní.

Pokud společnost dosáhne vyšší hodnoty než 2,99, můžeme ji považovat za finančně stabilní. Naopak pokud výsledek Z-score u dané společnosti bude nižší než hodnota 1,81, společnost směřuje k bankrotu. Na základě hodnot v rozmezí 1,81 až 2,99 nelze odhadnout, zda jsou společnosti bankrotem ohroženy nebo ne.

Výsledky Z-score všech podniků jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 25: Z-score sledovaných společností (valstní zpracování)

Společnosti	výsledek z-score
Aegean Airlines	2,949
Air Berlin	0,022
Air France-KLM	1,226
Deutshce Lufthansa	1,368
Finnair	1,487
IAG	1,615
Ryanair	3,122

Z dosažených výsledků vyplývá, že pouze společnost Ryanair se pohybuje nad hranicí 2,99 a můžeme jí tak považovat z hlediska možného bankrotu za nejstabilnější.

V těsné blízkosti pod hranicí 2,99 se nachází společnost Aegean Airlines. I o téhle společnosti můžeme, vzhledem k dosaženému výsledku tvrdit, že se jedná o finančně stabilní společnost.

Zbytek společností se ovšem nachází pod hodnotou 1,81, tedy v zóně, kde je třeba počítat s možným bankrotem daných společností. Nejlepšího hodnocení z této skupiny dosáhla společnost IAG, kdy se hodnota Z-score nachází relativně blízko hranice „šedé zóny“ na hodnotě 1,615. Nejhorších výsledků ze všech sledovaných společností dosáhla aerolinka

Air Berlin. Hodnota Z-score této společnosti je pouze 0,022. Společnost Air Berlin tak můžeme považovat za nestabilní a vážně ohroženou možným bankrotem v blízké budoucnosti. Hodnoty bankrotního modelu ostatních společností se pohybují kolem čísla 1,3. To dokazuje, že se velká část společností v odvětví letecké dopravy potýká s finanční nestabilitou, která může vyústit až v bankrot.

6 NÁVRH INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ

Na základě finanční analýzy, mezipodnikového srovnání a posouzení možného rizika bankrotu podle metody Z-score jsem zvolil za nejvhodnější investici akcie společnosti Aegean Airlines. Společnost dosáhla nejlepšího výsledku v mezipodnikovém srovnání, především díky nadprůměrným hodnotám sledovaných ukazatelů. Za výhody společnosti můžeme považovat nejnižší zadluženost, nejvyšší hodnotu rentability celkových aktiv a nejpříznivější výplatní poměr ze sledovaných společností. Při posouzení rizika možného bankrotu dosáhla příznivé hodnoty, která značí dostatečnou stabilitu. Proto navrhuji nákup akcií společnosti Aegean Airlines do portfolia. Velikost investice by měla odpovídat 40 % majetku fondu.

Další doporučení se týká koupě akcií společnosti Ryanair. Důvodem jsou výborné výsledky a hospodářská situace podniku v posledních letech. Ve srovnávací matici skončila společnost až na třetím místě, díky vysokým poměrům P/E, P/BV a absenci výplaty dividend. Tyto nedostatky ovšem kompenzují finanční stabilita, kterou potvrdil i bankrotní model a zajímavý růst společnosti. Vzhledem k výše uvedeným údajům, navrhuji investici do akcií společnosti Ryanair ve výši 30 % majetku fondu.

Třetím investičním návrhem je investice do akcií společnosti IAG. Důvodem návrhu této společnosti je značný nárůst tržeb a zisků v posledních letech. U ostatních ukazatelů však společnost dosahuje průměrných hodnot a ve srovnávací matici se tak umístila až na čtvrtém místě. Bonitní model prokázal, že se společnost pohybuje v hodnotách značící možný bankrot, avšak blízko hodnot spadajících do „šedé zóny“. Na základě těchto informací navrhuji investici do akcií společnosti IAG ve výši 10 % majetku fondu.

Posledním návrhem je částečná změna investiční strategie fondu. Jak jsem již psal, fluktuace cen ropy výrazným způsobem ovlivňuje ziskovost leteckých společností, a tím pádem i ziskovost daného fondu. Fond by se měl snažit toto riziko eliminovat. Ideálním způsobem je investice do ropných společností, které profitují na rostoucích cenách ropy. Tato investice zahrnuje nákup akcií ETF fondu, který kopíruje index STOXX Europe 600 Oil & Gas. Tento index zahrnuje největší evropské ropné společnosti. Investici do akcií ETF fondu kopírující index STOXX Europe 600 Oil & Gas navrhuji ve výši 20 % majetku fondu.

ZÁVĚR

Cílem bakalářské práce bylo vytvořit návrh prvotní investice pro oborově zaměřený fond kvalifikovaných investorů na základě fundamentální analýzy, mezipodnikové komparace a verifikace bankrotním modelem. Analýza je zaměřena na evropské letecké společnosti.

V teoretické části byla vysvětlena základní východiska kolektivního investování a fondu kvalifikovaných investorů. Dále následovalo objasnění metod fundamentální analýzy, kde v jedné části byly popsány faktory ovlivňující odvětví letecké dopravy v Evropské unii a v druhé části postupy fundamentální analýzy podniku.

Praktická část začala sestavením statutu fondu obsahující pouze nejzákladnější údaje. Na základě statutu byl proveden prvotní výběr společností, ze kterého vzešlo sedm leteckých společností. V další části byly vybrané společnosti jednotlivě analyzovány za období posledních pěti let. Byly sledovány především zisky a tržby společností a ekonomická situace pomocí vybraných poměrových ukazatelů. Následovalo mezipodnikové srovnání na základě určených kritérií. Při tomto srovnání se nejlépe umístila společnost Aegean Airlines, která dosáhla nejlepšího hodnocení. Dále byly společnosti verifikovány s ohledem na jejich možný bankrot. Tato verifikace zjistila, že se většina společností v odvětví letecké dopravy potýká s finanční nestabilitou, která může vyústit až v bankrot. Dobrých výsledků finanční stability dosáhly pouze společnosti Ryanair a Aegean Airlines.

V poslední části byl sestaven návrh investičního doporučení. Tento návrh obsahuje celkem tři investiční doporučení týkající se investicí do akcií leteckých korporací, kterými jsou společnosti Aegean Airlines, Ryanair a International Consolidated Airlines Group. Za nejvhodnější investici jsem zvolil akcie společnosti Aegean Airlines z důvodu nejlepšího dosaženého hodnocení v rámci mezipodnikového srovnání a z důvodu dobré finanční stability. Druhou doporučenou investicí byly akcie společnosti Ryanair. Tato společnost se vyznačuje dobrými hospodářskými výsledky v posledních letech a finanční stabilitou. Třetí doporučenou investicí byla společnost International Consolidated Airlines Group. Tato společnost dosahovala ve sledovaném období spíše průměrných výsledků až na růst zisků, který byl nadprůměrný. Finanční stabilita společnosti sice není ideální, avšak hodnota bankrotního modelu se blížila číslům, které nutně neznačí blízký

bankrot společnosti. V poslední části doporučení jsem se věnoval minimalizaci rizik spojených s investováním do leteckých společností. Protože se hospodaření aerolinek částečně odvíjí od fluktuace cen ropy, navrhl jsem investici do ETF fondu kopírující index největších těžařských společností v Evropě.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

(1) AEGEAN. *Annual Report 2016* [online]. Athény, [cit. 2017-05-12]. Dostupné z: https://en.about.aegeanair.com/investor-relations/annual-reports-information-bulletins/

(2) Airberlin group. *Annual Report 2016* [online]. [cit. 2017-05-13]. Dostupné z: http://ir.airberlin.com/en/ir/financial-reports/interim-and-annual-reports/2016

(3) Airberlin group. *History* [online]. [cit. 2017-05-13]. Dostupné z: http://ir.airberlin.com/en/about-airberlin/history

(4) AIRFRANCE KLM. *History* [online]. [cit. 2017-05-23]. Dostupné z: http://www.airfranceklm.com/en/group/history

(5) AIRFRANCE KLM. Publications: *2016 Annual report* [online]. [cit. 2017-05-23]. Dostupné z: http://www.airfranceklm.com/en/finance/publications

(6) AIRFRANCE KLM. *Share price* [online]. [cit. 2017-05-23]. Dostupné z: http://www.airfranceklm.com/en/finance/shareholders/share-price

(7) FINNAIR. *SHARE* [online]. [cit. 2017-05-23]. Dostupné z: https://investors.finnair.com/en/share

(8) FINNAIR. Reports and presentations [online]. [cit. 2017-05-14]. Dostupné z: https://investors.finnair.com/en/reports-and-presentations

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

(10) Google: finance. *NYSE ARCA AIRLINE INDEX* [online]. [cit. 2017-05-12]. Dostupné z: https://www.google.com/finance?q=INDEXNYSEGIS%3AXAL&ei=IIQVWfmkOsjEsAGYw7WwDg

(11) GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*. Praha: Grada, 2007. Investice. ISBN 978-80-247-1792-0.

(12) International Airlines Group. *About us* [online]. [cit. 2017-05-21]. Dostupné z: http://www.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240949&p=aboutoverview

(13) KOHOUT, Pavel. *Nová abeceda financí*. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckova edice ABC. ISBN 978-80-7179-361-8.

(14) Lufthansa Group. *Brief profile* [online]. [cit. 2017-05-14]. Dostupné z: https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/fakten-zum-unternehmen.html

(15) Lufthansa Group. *Dividend* [online]. [cit. 2017-05-14]. Dostupné z: https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/aktie/dividend.html

(16) Lufthansa Group. *History* [online]. [cit. 2017-05-14]. Dostupné z: https://www.lufthansagroup.com/en/company/history.html

(17) Lufthansa Group. *The Lufthansa share* [online]. [cit. 2017-05-23]. Dostupné z: https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/aktie/basic-data.html

(18) MISHKIN, Frederic S. *The economics of money, banking, and financial markets*. 5th ed. Reading: Addison-Wesley, 1998. ISBN 03-210-1440-5.

(19) Morningstar. *Aegean Airlines SA* [online]. [cit. 2017-05-12]. Dostupné z: http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=XFRA:32A&region=DEU

(20) Morningstar. *Air Berlin PLC* [online]. [cit. 2017-05-13]. Dostupné z: http://www.morningstar.com/stocks/XETR/AB1/quote.html

(21) Morningstar. *Air France-KLM* [online]. [cit. 2017-05-23]. Dostupné z: http://www.morningstar.com/stocks/XPAR/AF/quote.html

(22) Morningstar. *Deutsche Lufthansa AG* [online]. [cit. 2017-05-13]. Dostupné z: http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=XFRA:LHA®ion=DEU

(23) Morningstar. *Finnair Oyj* [online]. [cit. 2017-05-22]. Dostupné z: http://www.morningstar.com/stocks/xfra/fai/quote.html

(24) Morningstar. *International Consolidated Airlines Group SA* [online]. [cit. 2017-05-21]. Dostupné z: http://www.morningstar.com/stocks/XBER/INR/quote.html

(25) Morningstar. *Ryanair Holdings PLC* [online]. [cit. 2017-05-22]. Dostupné z: http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=XBER:RY4C®ion=deu&culture=en-US

(26) Presentation of Analysts & Investors Call FY 2016, Berlin. Air Berlin PLC: *Presentations: 2017* [online]. [cit. 2017-05-13]. Dostupné z: http://ir.airberlin.com/en/ir/presentations/2017

(27) REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

(28) Ryanair. *About us* [online]. [cit. 2017-05-22]. Dostupné z: http://corporate.ryanair.com/about-us/history-of-ryanair/

(29) RYANAIR: Investor relation. *SHARE PRICE* [online]. [cit. 2017-05-24]. Dostupné z: https://investors.finnair.com/en/share

(30) Zákon č. 240/2013 Sb.: Zákon o investičních společnostech a investičních fondech [online]. [cit. 2017-05-18]. Dostupné z: https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2013-240/zneni-20170101#cast8

(31) Zákon č. 256/2004 Sb.: Zákon o podnikání na kapitálovém trhu [online]. [cit. 2017-05-18]. Dostupné také z: https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-256

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

CZK	Česká koruna
EAT	Earning after tax (čistý zisk)
EPS	Earnings per share (zisk na akcii)
IAG	International Consolidated Airlines Group
P/E	Price to earnings (cena vůči ziksu na akcii)
P/BV	Price to book value (cena vůči účetní hodnotě)
ROA	Renturn on total assets (rentabilita celkových aktiv)
ROE	Returnt on equity (rentabilita vlastního kapitálu)

SEZNAM GRAFŮ

Graf. 1: Vývoj cen ropy a indexu XAL (Převzato z 10) 14
Graf. 2: Index XAL v roce 2001 (převzato z 10) 14
Graf. 3: Počet pasažérů Aegean Airlines (převzato z 01, str. 15) 28
Graf. 4: Kurz akcie Aegean Airlines za posledních 10 let (převzato z 19) 30
Graf. 5: Kurz akcie Air Berlin za posledních 10 let (převzato z 20) 32
Graf. 6: Kurz akcie Air France-KLM za posledních 10 let (převzato z 21) 35
Graf. 7: Kurz akcie Deutsche Lufthansa za posledních 10 let (převzato z 22) 37
Graf. 8: Kurz akcie Finnair za psoledních 10 let (převzato z 23) 39
Graf. 9: Kurz akcie IAG za posledních 6 let (převzato z 24) 41
Graf. 10: Kurz akcie Ryanair za posledních 10 let (převzato z 25) 44

SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Výchozí matice pro vzájemné porovnání firem (vlastní zpracování podle 24, s. 291) 23
Tab. 2: Informace o emisi Aegean Airlines (vlastní zpracování) 28
Tab. 3: Ukazatelé tržeb a zisků Aegean Airlines (vlastní zpracování podle 19) 29
Tab. 4: Vybrané poměrové ukazatele Aegean Airlines (vlastní zpracování dle 19) 29
Tab. 5: Informace o emisi Air Berlin (vlastní zpracování dle 05, str. 12) 30
Tab. 6: Ukazatelé tržeb a zisků Air Berlin (vlastní zpracování dle 20) 31
Tab. 7: Vybrané poměrové ukazatele Air Berlin (vlastní zpracování dle 20) 32
Tab. 8: Informace o emisi Air France KLM (vlastní zpracování dle 6) 33
Tab. 9: Ukazatelé tržeb a zisků Air France KLM (vlastní zpracování dle 21) 33
Tab. 10: Vybrané poměrové ukazatele Air France KLM (vlastní zpracování dle 21) ... 34
Tab. 11: Informace o emisi Lufthansa Group (vlastní zpracování dle 17) 36
Tab. 12: Základní ekonomické ukazatele Lufthansa Group (vlastní zpracování dle 22) 36
Tab. 13: Vybrané poměrové ukazatele Lufthasa Group (vlastní zpracování dle 22) 37
Tab. 14: Informace o emisii akcií Finnair (vlastní zpracování dle 7) 38
Tab. 15: Ukazatelé tržeb a zisků Finnair (vlastní zpracování dle 12) 38
Tab. 16: Vybrané poměrové ukazatele Finnair (vlastní zpracování dle 12) 39
Tab. 17: Informace o emisi akcií IAG (vlastní zpracování dle 24) 40
Tab. 18: Ukazatelé tržeb a zisků IAG (vlastní zpracování dle 24) 40
Tab. 19: Vybrané poměrové ukazatele IAG (vlastní zpracování dle 24) 41
Tab. 20: Informace o emisi Ryanair (vlastní zpracování dle 29) 42
Tab. 21: Ukazatelé tržeb a zisků Ryanair (vlastní zpracování dle 25) 42
Tab. 22: Vybrané poměrové ukazatele Ryanair (vlastní zpracování dle 25) 43
Tab. 23: Výchozí hodnoty pro výpočet bodovací hodnoty (vlastní zpracování) 47
Tab. 24: Bodovací metoda pro vybrané společnosti (vlastní zpracování) 47
Tab. 25: Z-score sledovaných společností (valstní zpracování) 49