



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

# TVORBA INVESTIČNÍHO PORTFOLIA NA ZÁKLADĚ VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ EMITENTŮ

CREATION OF AN INVESTMENT PORTFOLIO BASED ON THE ECONOMIC RESULTS OF THE ISSUERS

## BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

BACHELOR'S THESIS

## AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Michal Vaľko

## VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Roman Ptáček, Ph.D.

BRNO 2018

# Zadání bakalářské práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Student:	<b>Michal Vaňko</b>
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Ekonomika podniku
Vedoucí práce:	<b>Ing. Roman Ptáček, Ph.D.</b>
Akademický rok:	2017/18

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:

## **Tvorba investičního portfolia na základě výsledku hospodaření emitentů**

### **Charakteristika problematiky úkolu:**

Úvod  
Cíl práce a metodika práce  
Teoretická východiska práce  
Analýza problému a současné situace  
Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

### **Cíle, kterých má být dosaženo:**

Hlavním cílem bakalářské práce je vypracovat doporučení pro tvorbu investičního portfolia, a to výběrem vhodné investiční strategie na základě analýzy výsledků hospodaření emitentů cenných papírů.

### **Základní literární prameny:**

FABOZZI, F. J. a H. MARKOWITZ. The theory and practice of investment management : asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies. 2. vyd. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011. 682 s. ISBN 978-0-470-92990-2.

JÍLEK, J. Akciové trhy a investování. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

REILLY, F. K. a K. C. BROWN. Investment analysis and portfolio management. 9. vyd. Australia: South-Western Cengage Learning, 2009. 1041 s. ISBN 978-0-324-65612-1.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2014. 768 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

SEIGEL, J. Investice do akcií. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 296 s. ISBN 978-80-247-3-60-4.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2017/18

V Brně dne 28.2.2018

L. S.

---

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.  
ředitel

---

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Bakalárska práca sa zaoberá tvorbou investičného portfólia na základe hospodárskych výsledkov jednotlivých emitentov Burzy cenných papierov Praha. V teoretickej časti sú popísané metódy na základe ktorých sú v analytickej časti následne jednotlivé spoločnosti analyzované. V závere nej praktickej časti sú vytvorené odporúčania pre tvorbu portfólia.

## **Abstract**

This bachelor's thesis deals with the investment portfolio creation based on economic results of individual issuers of the Stock Exchange in Prague. In the theoretical part are described methods, on the basis of which the individual companies are subsequently analysed in the analytic part. In the final practical part are introduced recommendations for portfolio creation.

## **K ú ové slová**

portfólio, burza, akcia, dividenda

## **Key words**

portfolio, stock market, stock, dividend

### **Bibliografická citácia**

VA KO, M. *Tvorba investičného portfólia na základe výsledku hospodárenia emitenta*. Brno: Vysoké učenie technické v Brne, Fakulta podnikatelská, 2018. 66s.  
Vedoucí bakalárskej práce Ing. Roman Ptáček, Ph.D..

### **estné prehlásenie**

Prohla-uji, že predložená diplomová práca je pôvodná a spracoval ju samostatne.  
Prohla-uji, že citácie použitéch prameňov je úplná, že som vo svojej práci neporušil  
autorská práva (vo zmysle Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorskom a o právach  
souvisejících s právem autorským).

V Brne dne 18. května 2018

í í í .....

podpis studenta

### **Poďakovanie**

Na tomto mieste by som sa rád poďakoval svojej rodine, hlavne rodičom za veľkú podporu počas celého štúdia a povzbudzujúce slová. Veľmi ďakujem tiež Ing. Romanovi Ptáčkovi Ph.D za cenné rady pri tvorbe tejto práce.

# OBSAH

ÚVOD.....	9
1. CIE A METODIKA PRÁCE.....	10
1.1. Cie práce .....	10
1.2. Metodika práce.....	10
2. TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ PRÁCE .....	11
2.1. Finančný trh .....	11
2.1.1. Funkcie finančného trhu .....	11
2.1.2. Rozdelenie finančného trhu .....	12
2.1.3. Peniažný trh .....	13
2.1.4. Kapitálový trh .....	13
2.2. Akcie .....	13
2.2.1. Základné rozdelenie akcií .....	14
2.2.2. Rozšírené rozdelenie akcií .....	14
2.2.3. Dividenda.....	15
2.2.4. Dividendová výnosnosť .....	15
2.3. Dlhopisy.....	16
2.3.1. Krátkodobé dlhopisy .....	16
2.3.2. Dlhodobé dlhopisy .....	16
2.3.3. Rozdelenia dlhopisov z hľadiska výnosnosti.....	17
2.4. Riziko .....	17
2.5. Tvorba portfólia .....	19
2.5.1. Diverzifikácia.....	19
2.5.2. Veľkosť portfólia .....	20
2.5.3. Investičná filozofia.....	20
2.6. Burza cenných papierov Praha.....	21
2.7. Analýza pomerových ukazovateľov.....	22
2.7.1. Vybrané pomerové ukazatele .....	23
2.8. Metódy výpočtu vnútornej hodnoty akcie .....	24
2.8.1. Dividendové diskontné modely .....	25
2.8.2. Model CAPM.....	25



2.8.3. Gordonov dividendový diskontný model .....	26
3. ANALÝZA SÚ ĽAŠTNÉHO STAVU .....	27
3.1. Reálny výstup ekonomiky HDP .....	27
3.2. Inflácia .....	28
3.3. Vybrané akciové tituly .....	29
3.3.1. EZ .....	30
3.3.2. Komer nı́ banka .....	34
3.3.3. Moneta money bank .....	37
3.3.4. O2 C.R. ....	39
3.3.5. Pegas Nonwovens .....	42
3.3.6. VIG .....	45
3.3.7. Philip Morris R .....	47
4. VLASTNÉ NÁVRHY RIETENIA .....	50
4.1. Kritı́ria tvorby portfı́lia .....	51
4.2. Portfı́lio ultrakonzervatı́vneho investora .....	52
4.3. Portfı́lio konzervatı́vneho investora .....	53
4.4. Portfı́lio agresı́vneho investora .....	54
ZÁVER .....	55
ZOZNAM POUĽITÝCH ZDROJOV .....	57
ZOZNAM POUĽITÝCH SKRATIEK A SYMBOĽOV .....	60
ZOZNAM ROVNÍC .....	61
ZOZNAM OBRÁZKOV .....	62
ZOZNAM TABULIEK .....	63
ZOZNAM PRı́ĽOH .....	64

## ÚVOD

Peniaze nie je potrebné iba zarobiť, ale takisto je nesmierne dôležité aj vedieť ochrániť ich hodnotu. V ideálnom prípade dokonca vo veľkej miere prostriedky aj investovať s predpokladaným výnosom. S tým však nastáva otázka, kde a akým spôsobom. Našťastie možnosti je viac ako dosť. Niektorí preferujú ich uloženie v banke, ideálne na sporiacom účte, nakoľko ten bežný nemá s výnosnosťou nič spoločné. Naopak niektorí investujú do nehnuteľností, alebo pozemkov. Veľmi populárne sú takisto aj podielové fondy vo svojich rôznych podobách.

Veľtky vyšie uvedené spôsoby sú pomerne ľahko uchopiteľné a ich spravovanie nezaberá veľa času, dokonca v niektorých prípadoch fíaden. Naproti tomu investovanie do akcií ufl nie je pre každého. Vyžaduje pomerne široké teoretické vedomosti a takisto aj pomerne značnú prax v obore. Samozrejme je možné investovať aj bez vedomostí alebo praxe, ale to môže viesť k veľkým stratám.

Náplňou tejto bakalárskej práce je vďaka teoretickej časti ozrejmiť niektoré kľúčové pojmy investovania ako takého. Nevyhnutné pochopenie teórie vedie k budúcim úspechom v investovaní, nakoľko praktická časť investovania nepochybne vychádza z tej teoretickej. Analýza nami vymedzeného trhu je jedna z najpodstatnejších súčastí investovania. Jednoducho bez zvalenia veľkých pozitív a negatív daného titulu nie je možné urobiť dobré rozhodnutie. V závere tejto práce je ufl na autorovi aby veľtky získane dáta po vhodnej analýze predchádzajúcej kapitoly sformuloval do uceleného záveru a nasmeroval prácu k vhodným návrhom investičného portfólia.

# 1. CIE A METODIKA PRÁCE

Úvodná kapitola práce pozostáva z stanovenia cie a bakalárskej práce a popisu metód ktoré budú na dosiahnutie cie a použité.

## 1.1.Cie práce

Cie om tejto bakalárskej práce je zostavenie investičného doporučenia pre tvorbu portfólia fyzickej osoby, pomocou analýzy hospodárenia jednotlivých emitentov akcií. Výsledné portfólio bude obsahovať okrem akcií aj dlhopisovú časť.

Podľa metód popísaných v teoretickej časti práce budú jednotlivé tituly analyzované v praktickej časti na základe hospodárskych výsledkov ktoré sú verejne dostupné. Tituly budú vybrané z Burzy cenných papierov Praha. Výsledné portfólio bude mať v závislosti na riziku 3 varianty.

## 1.2. Metodika práce

Kapitola 2 tejto práce dáva čitateľovi zrozumiteľný pohľad na teoretické pozadie, ktoré je vzťahom na naplnenie cieľa práce potrebné. Takisto je tu popísaný postup stanovenia vnútornej hodnoty akcie pomocou mnohých modelov ktoré sú k dispozícii v analytickej časti.

Ako emitenti spadajúci do možných portfólií sú vybrané spoločnosti, ktoré sú kótované na Burze cenných papierov Praha, ktoré za sledované obdobie rokov 2012-2017 vyplácali pravidelnú dividendu a tretím kritériom je neklesajúca navrhovaná dividendy v roku 2018. Pri každom z nich sú na základe výrobných správ jednotlivých spoločností vybrané dôležité ukazovatele ich hospodárenia. Tieto ukazovatele sú použité pri následnom stanovení vnútornej hodnoty akcie na základe modelu CAPM a Gordonovho modelu.

Investičné odporúčania poslednej kapitoly sú stanovené na základe faktu že jednotlivý investor môže v závislosti na svojej situácii uvažovať rôznu mieru rizika. Z tohto dôvodu sú vytvorené 3 portfólia a to v závislosti na tolerovaní rizika jednotlivých investorov.

## 2. TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ PRÁCE

Teoretická časť mojej práce je rozdelená na 8 častí. V prvej časti je zadefinovaný najmä pojem finančný trh. Druhá časť vysvetľuje pojem akcie a ich rozdelenie. Obdobný princíp je uplatnený na dlhopisy. Ďalšia časť pojednáva o riziku pri tvorbe investičného portfólia a procese jeho samotnej tvorby. V nasledujúcej časti je bližšie predstavená Burza cenných papierov Praha. Predposledná časť sa venuje analýze pomerových ukazovateľov a nakoniec posledná ukazuje postup stanovenia vnútornej hodnoty akcie.

### 2.1. Finančný trh

V každej ekonomike sa stáva, keď sa ekonomické subjekty môžu dostať do dvoch situácií. Buď majú prebytok, alebo práve naopak nedostatok peňažných prostriedkov, ktorý im bráni v uskutočnení zamýšľaných činností (1).

Niektorá má napríklad nový vynález, ktorý by mal pre spoločnosť veľký význam. Nemá ale prostriedky na jeho realizáciu. Iný subjekt naopak disponuje nevyužitými prostriedkami. Ak sa podarí obom týmto subjektom prepojiť, vynález bude zavedený do praxe a ekonomika bude z toho profitovať (1).

*Špekulačné prostriedky môžu potrebovať všetky druhy ekonomických subjektov a to domácnosti, firmy atď. Poslaním finančných trhov je premiestňovanie peňazí od prebytkových subjektov (ktoré ich majú v danej dobe nadbytok) k subjektom deficitným (ktoré si naopak prajú utrátiť viac ako disponujú) a to predovšetkým k tým, ktoré majú pre nich efektívnejšie využitie.* (1, s. 32)

#### 2.1.1. Funkcie finančného trhu

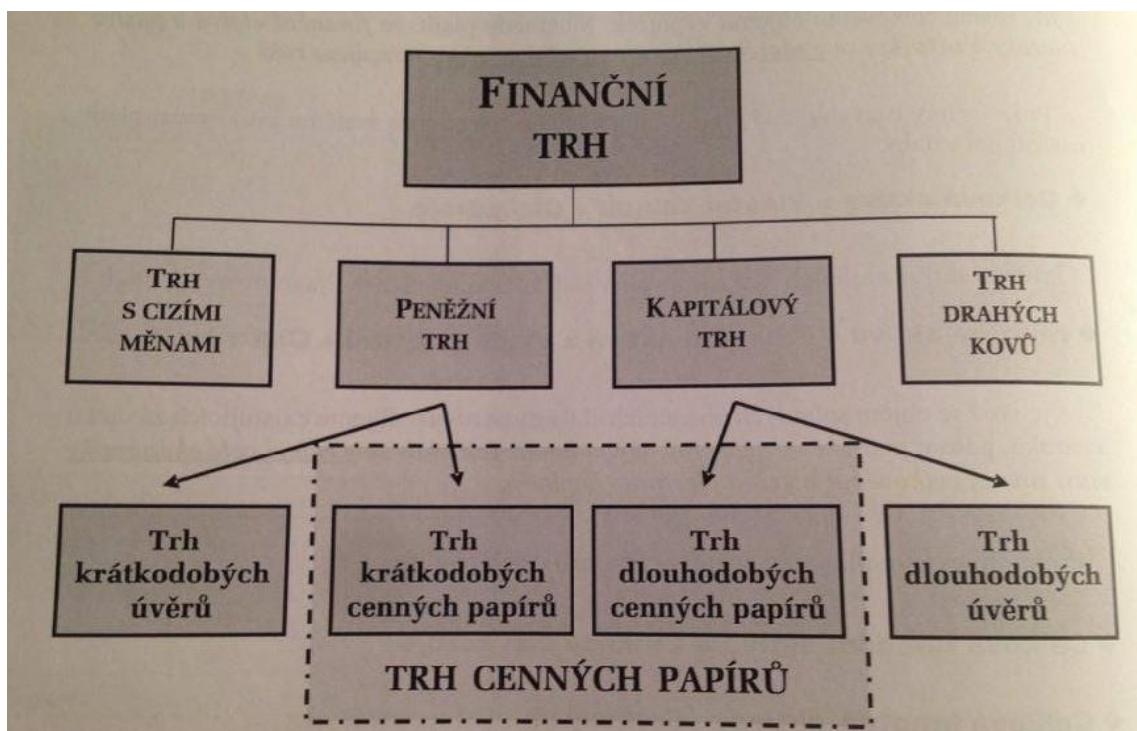
Podľa Veseleja má finančný trh tieto funkcie:

- **kumulatívna** funkcia pri ktorej sa prostriedky kumulujú (2),
- **alokácia** voľných finančných prostriedkov sa premiestňuje od subjektov prebytkových k subjektom deficitným (2),

- **obchodná** zabezpečuje možnosť kúpy a následne prípadne predávanie investičných inštrumentov (2),
- **funkcia cenotvorby** dopyt a ponuka stanovuje ceny inštrumentov, ktoré sú dôležité nielen pre emitentov, ale aj ostatné subjekty daného trhu (2),
- **diverzifikácia** rozloženie investičného rizika medzi väčšie množstvo rôznych inštrumentov trhu (2),
- **uchovávatelia hodnoty** znižujú priame dopady inflácie (2),
- **depozitná** svoje úspory môže v rámci tejto funkcie investovať do inštrumentov s rôznym výnosom, likviditou a rizikom (2).

### 2.1.2. Rozdelenie finančného trhu

Finančný trh je možné systematizovať z rôznych hľadísk. Najčastejšie však vychádza z jednotlivých druhov finančných inštrumentov. Ako vyplýva z nasledujúceho obrázku v rámci finančného trhu funguje celá rada rôznych segmentov a to predovšetkým trh peňažný a trh kapitálový, pričom sa sem tu radia ešte aj tak trochu špecifické trhy s cudzími menami a trhy drahých kovov. (3, s. 60)



Obr : 1 Rozdelenie finančného trhu (upravené podľa 1)

### **2.1.3. Pe aľný trh**

*šNa pe aľnom trhu sa subjekty s prechodným prebytkom pe aľných prostriedkov stretávajú so subjektmi, ktoré vzhľadom k predchádzajúcemu nedostatku hľadajú prostriedky. Pokiaľ sa jedná o základné vlastnosti finančných nástrojov, ktoré sa na tomto trhu obchodujú ich typickou vlastnosťou je krátka doba ich splatnosti a to vľdy jeden rok.š (3, s. 54)*

Pe aľný trh sa podľa segmentov delí na:

- trh krátkodobých úverov,
- trh krátkodobých cenných papierov (1).

### **2.1.4. Kapitálový trh**

Ide o trh kde sa obchoduje s inštrumentmi, ktoré majú splatnosť viac ako jeden rok. Typickým príkladom takýchto inštrumentov sú napríklad akcie, dlhodobé dlhopisy emitované štátom, podnikmi ale aj bankami, alej sa môže jedna o hypotekné zástavné listy, alebo podielové listy (2).

Keďže sa jedná o dlhodobý trh, býva s ním spojené aj väčšie riziko a tým pádom samozrejme aj vyšší výnos. V tomto prípade ľfko určiť sa jedná o trh vysoko likvidný alebo nie, záleží na samotnom type inštrumentu (2).

*šKapitálový trh je trhom pre obchodovanie tých finančných inštrumentov, ktoré majú povahu dlhodobých finančných investícií.š (3, s. 62)*

Kapitálový trh sa delí na:

- trh dlhodobých úverov,
- trh dlhodobých cenných papierov (1).

## **2.2. Akcie**

Význam podnikových alebo korporátnych akcií je v prvom rade v ich emitovaní a následnom predaji. Tým si akciové spoločnosti vytvárajú pe aľné prostriedky, ktoré v budúcnosti nebudú musieť vrátiť. Ich druhotným významom je to ľe v porovnaní

s dlhopismi sú všeobecne považované za výnosnejšie a tým pádom priťahujú záujem mnohých potenciálnych investorov. Motívom investorov je popri dosiahnutí dividendy (bežného výnosu) takisto dosiahnutie výnosu kapitálového a to vo forme predpokladaného rastu ich tržných cien (kurzu) (1).

Z globálneho pohľadu je jednoznačne zrejmé, že dividendy ako aj prípadný rast tržných cien (kurzov) akcií závisí predovšetkým na hospodárskych výsledkoch, ktoré dlhodobo dosahujú ich emitenti (3).

*„Akcia je cenný papier, ktorý predstavuje podiel na vlastníctve akciovej spoločnosti. Akciové spoločnosti vydávajú akcie, za účelom získania peňazí pre svoj vznik, alebo rozvoj svojich aktivít.“* (3, s. 62)

### 2.2.1. Základné rozdelenie akcií

Na svetovom finančnom trhu je možné vidieť množstvo jednotlivých rozdelení akcií. Avšak vo všetkých vyspelých ekonomikách sa používa rozdelenie na:

- **akcie kmeňové (obyčajné)** z ich dŕžbou sú všeobecne spojené základné práva akcionára a to možnosť byť účastníkom valnej hromady a pri hlasovaní uplatniť počet hlasov úmerný počtu dŕžaných akcií, právo na dividendu ako odpovedajúcu časť zisku a odpovedajúci podiel na likvidačnom zostatku spoločnosti,
- **akcie prioritné (preferenčné)** vydané za účelom zvýšenia kapitálu akciovej spoločnosti bez zmeny pomeru hlasovacích práv. Obnášajú výhodu dopredu určenej dividendy stanovenej pevne z nominálnej hodnoty akcie, alebo v nadväznosti na vývoj referenčnej úrokovej sadzby. Táto výhoda môže byť prednostné právo na podiel na likvidačnom zostatku (3).

### 2.2.2. Rozlíšené rozdelenie akcií

Podľa Jílka je rozdelenie akcií v závislosti na podobe nasledovné:

- **listinné** akcionár ich fyzicky vlastní vo forme cenného papiera,
- **zaknihované** sú písomne zaknihované v registri cenných papierov (4).

Listinné sa alej delia pod a formy na:

- **na meno** konkrétny akcionár má na základe zápisu v zozname akcionárov, ktorý je vedený bu priamo u emitenta, alebo u sprostredkovate a príslušné práva. Ich prevod môže byť podmienený súhlasom akciovej spoločnosti,
- **na doručenie** a nie sú spojené s konkrétnym akcionárom. Práva akcionára majú vždy vlastníci. Prevod je možný iba predaním,
- **na rad** takýto cenný papier sa prevádza rubopisom. Práva na cenný papier má ten, kto cenný papier predloží a na koho bol cenný papier vydaný alebo je posledný v rade rubopisov (4).

### 2.2.3. Dividenda

Podiel na zisku vyplatený akcionárovi, alebo majiteľovi konkrétnej akcie. Zisk nie je garantovaný, ale jeho prípadnú výšku je možné predpovedať. V konkrétnej spoločnosti môže nastať niekoľko scenárov. Ak je spoločnosť nezisková, výplata dividendy môže prestať, alebo klesnúť. Môže však nastať situácia kedy je spoločnosť zisková, ale management sa rozhodne zisk akciovej spoločnosti zadržať na budúci rozvoj čo by malo akcionárom priniesť budúci prospech. Najčastejšie sú rozhodnutím managementu vyplácané raz ročne a ak to zákon vyžaduje podliehajú zdaneniu vo forme zárlkovej dane (4).

### 2.2.4. Dividendová výnosnosť

Dividendová výnosnosť sa počíta ako podiel hrubých dividend za dané obdobie (rok), čo je súčet istých dividend a dane (ak existuje) a tržnej kapitalizácie podniku, teda súčinu počtu akcií a ich tržnej ceny. Jeho používanie limituje to, že neberie ako skutočnosť budúcu zmenu dividend. Dosiachnutie vysokej dividendovej výnosnosti môže znamenať podhodnotenie akcie, alebo zhoršenú finančnú situáciu podniku, ktorá povedie k zníženiu dividendy. Ak predpovede predpokladajú vysoký rast dividendy, môže cena akcií vďaka zvýšenému dopytu rásť a naopak. Ceny akcií sú teda závislé na budúcom vývoji dividend (4).



## 2.3. Dlhopisy

Inak nazvané aj dlhové cenné papiere pomocou ktorých si ekonomické subjekty zaobstarávajú peňažné prostriedky pre svoju činnosť. Ponuka dlhopisov znamená dopyt po peňažných prostriedkoch a dopyt po dlhopisoch potom predstavuje ich ponuku (3).

S dlhopisom je spojené právo majiteľa dlhopisu požiadať o splatenie hodnoty dlhopisu a vyplatenie výnosu z dlhopisu (4).

Ak považujeme za hlavné kritérium rozdelenia dlhopisov ich splatnosť tak ich možno rozdeliť na dlhopisy:

- krátkodobé s dĺžkou splatnosti do 1 roka,
- dlhodobé (obligácie) s dĺžkou splatnosti viac ako rok (3).

### 2.3.1. Krátkodobé dlhopisy

Základné členenie podľa Rejznera:

- **základné pokladničné poukážky**- pokrývajú nesúlad v plnení a vyčerpaní základného rozpočtu. Emitentom je ministerstvo financií a emisný proces zabezpečuje národná banka,
- **základné pokladničné poukážky centrálnej banky**- emituje centrálna banka z menových dôvodov. Sú uvádzané na trh prostredníctvom aukcií a ponúkané predovšetkým obchodným bankám,
- **depozitné certifikáty**- vydávajú predovšetkým obchodné banky čo znamená prístupnosť pre drobných klientov. Sú obchodovateľné na diskontnej báze,
- **zámenky**- môžu byť vystavované iba ako listinné cenné papiere a to iba na meno alebo rad. Predstavujú jednostranný súhlas výplaty peňazí bez právnych výhrad (3).

### 2.3.2. Dlhodobé dlhopisy

Dĺžka ich splatnosti je v okamžiku ich vydania dlhšia ako 1 rok vďaka čomu sú verejne obchodovateľné na organizovaných burzových trhoch (1).

Existujú takisto obligácie, ktoré nemajú v emisných podmienkach termín splatnosti. Ide o tzv. ve né obligácie zaru ujúce fixné úrokové platby. Ich výskyt je pomerne malý (1).

### 2.3.3. Rozdelenia dlhopisov z h adiska výnosnosti

Jílek delí dlhopisy na základe výnosov plynúcich z ich drflby na:

- **kupónové-** drflite ma oprávnenie k pravidelným výplatám v dobe medzi emisiou dlhopisu a jeho splatnos ou. Obvykle sú tieto platby 6 mesa né, alebo ro ne a sú nazývané kupóny. V dobe splatnosti je drflite ovi vyplatená nominálna hodnota dlhopisu,
- **bez kupónové-** drflite má právo splatenia nominálnej hodnoty dlhopisu k ur itému dátumu. Rozdiel medzi nominálnou hodnotou a obchodovanou hodnotou sa nazýva diskont. Na rozdiel od kupónového dlhopisu nie sú vyplácané kupónové splátky a asto majú krat-iu dobu splatnosti (4).

## 2.4. Riziko

Na finan nom trhu definujeme riziko ako riziko finan né. Finan né riziko presnej-ie definuje potencionálna strata subjektu. Ufl merate ná strata sa nazýva o akávaná strata a potencionálna v budúcnosti sa nazýva neo akávaná strata (5).

*š Vzh adom k skuto nosti, fle základným cie om investorov býva dosiahnutie o najvy-ej výkonnosti, je mofné v danom prípade rizikovo investícií priradi k tomuto cie u a chápa ju ako neistotu investora spojenú s tým, fle sa mu nepodarí z predmetného investí ného finan ného in-strumentu dosiahnu o akávanú výnosnos .õ (1, s. 183)*

Delenie druhov rizika podľa Jílka:

- **úverové-** riziko nesplatenia zmluvných nálefitosti dlfníkom. Jedná sa o úverové, investí né a obchodne aktivity,
- **trfné-** v nadväznosti na zmenu podmienok na trhu ide o riziko straty zo zmeny trfných cien ktoré znamenajú zmenu hodnôt finan ných a komoditných nástrojov. Trfné riziko sa alej lení na:

- a) úrokové riziko- zmena v cenách nástrojov, ktoré sú citlivé na zmenu úrokovej miery,
  - b) akciové riziko- zmeny cien nástrojov, ktoré sú citlivé na cenu akcií,
  - c) komoditné riziko- ceny daných komodít určujú riziko straty z dôvodu zmeny ceny nástrojov,
  - d) menové riziko- menové kurzy určujú riziko straty spojené so zmenami cien nástrojov,
- **likvidné**- alej rozdelené do nasledujúcich kategórii:
    - a) riziko financovania- strata na základe monetárnej platobnej neschopnosti. Dôležité je aby daná inštitúcia mala za každých okolností prístup k hotovosti. Hotovosť je v tomto prípade potrebná na krytie potrieb klientov a záväzkov,
    - b) riziko trhovej likvidity- na trhu je malá likvidita obmedzuje likvidáciu pozícií a tým pádom je obmedzený prístup k financiám. K tejto situácii môže dôjsť za predpokladu, keď poklesne likvidita investičných nástrojov a neexistuje za nich prijateľná cena spôsobená rozptiatím medzi dopytom a ponukou a investor nebude môcť ani nakupovať ani predávať bez uzavretia svojich pozícií,
  - operačné sa alej delí na 3 kategórie:
    - a) transakčné riziko- strata vyplýva z transakčných chýb, chýb v zápisoch obchodov a neschopnosti systému realizovať obchod,
    - b) riziko operačného riadenia- riziko straty zapríčinené chybami v riadení danej aktivity. Ide o neoficiálne obchody, neautorizované a podvodné operácie,
    - c) riziko systému- strata na základe zlyhania podporných systémov (počítačové programy, matematické modely, prenos dát),
  - **obchodné riziko**- súhrn rizík vyplývajúcich z obchodného styku. Patrí sem široká škála možných rizík (zmena daňovej politiky, neokávané riziko, prírodné katastrofy). Medzi možné obchodné riziko patrí aj strata dobrého obchodného mena predávajúceho na trhu,
  - **systémové riziko**- skolabovanie daného systému alebo inštitúcie v dôsledku toho keď uvedené riziko nastali samostatne alebo v rôznej kombinácii.

Kolaps jednej inštitúcie, ktorá nie je schopná plniť záväzky spôsobí obdobne kolaps alebo veľmi silnú interakciu u inej inštitúcie (5).

## 2.5. Tvorba portfólia

Pokiaľ potenciálny investor disponuje dostatočným množstvom voľných peňažných prostriedkov a dospeje k názoru, že by bolo vhodné investovať na finančnom trhu, musí následne pri každej uvažovanej investičnej príležitosti zvažovať 3 základné, veľmi významné faktory, a to výnosnosť, rizikovosť a likviditu (1).

Samotný proces tvorby investičného portfólia pozostáva z 3 fáz:

- Nákup najlepších investícií,
- Uvoľnenie hotovosti predajom horších investícií,
- Vyhnutie sa najhorším možným investíciám (6).

Dobrych investičných príležitostí je pomerne málo a tomu musí zodpovedať kvalitné investičné portfólio. Investor sa musí zamerať na hľadanie hodnoty na mieste kde je pravdepodobné, že ju nájde a to analýzou jednotlivých spoločností. Makro prístup a predpoveď krátkodobých pohybov trhu patrí medzi veľmi nepoznané zložené nápekuláciách (6).

### 2.5.1. Diverzifikácia

*Štandard základnej diverzifikácie je obsiahnutý v prísloví nevsadiť všetko na jednu kartu. Diverzifikácia viacerých druhov investičných aktív (čo sa týka aj aktív rizikových) znižuje rizikovosť ich držby. (1, s. 189)*

Investovanie je dlhodobou výnosnosťou zloženou na metóde zloženého úročenia. Výnosy jednotlivých rokov sa nepočítajú iba z investovanej čiastky, ale aj z úročí investovaných peňaží. Aby bolo zložené úročenie efektívne musí mu investor dať čas a nesmie veľmi uberať z investovaných peňaží (6).

Myšlienka o tom, že diverzifikácia portfólia má rolu v stanovení výnosnosti portfólia spôsobila, že sa investori zamerali na rozlišovanie dopadov celého trhu a dopadu jednotlivého podniku. Riziko celého trhu nie je možné diverzifikáciou znížiť, ale riziko konkrétneho podniku je možné znížiť. Investori by mali byť kompenzovaný iba za obecné akciové riziko a nie za špecifické akciové riziko. Aby investori eliminovali toto riziko, musí zloženie ich portfólia odpovedať zloženiu daného indexu. Ide o pasívnu investičnú stratégiu (4).

### 2.5.2. Veľkosť portfólia

Investičné portfólio môže obsahovať reálne iba 1 druh investičného instrumentu, ktorý je v prípade potreby vymenený za iný. Veľké investičné fondy majú v niektorých prípadoch aj 100 titulov. Podľa Gladiča je optimálnym počtom titulov 5-20 pri čom dolná hranica je najvhodnejšia pre fyzické osoby (6).

Pokiaľ nájdete investície ktorým dobre rozumiete a ktoré viete ako priebežne sledovať a bude zachovaná diverzifikácia z rôznych odvetví, potom môže stačiť aj portfólio poskladané z 5 investícií. V portfóliu fyzických osôb nemá zmysel držať viac ako 20 akcií. Nemá zmysel nakupovať 20. najlepšiu investíciu ak môžeme prikúpiť viac akcií prvej alebo druhej najlepšej investície (6).

### 2.5.3. Investičná filozofia

Investičná filozofia ukazuje názor investora na fungovanie alebo naopak nefungovanie finančného trhu, jeho efektívnosť a na chyby ktoré jednotlivci na finančnom trhu robia. Niektorí investori sa budú sústrediť na jednu konkrétnu filozofiu, avšak väčšina investorov sa často nechráni ani jednej filozofie a sleduje súčasnú trendy a toho čo nesie v danom čase najvyšší profit (7).

Základne rozdelenie podľa Gladiča:

- **rastová filozofia**- investor predpokladá podhodnotenosť rastového potenciálu akcie. Investori sa pri tejto filozofii snažia nakupovať akcie, ktoré budú vykazovať nadpriemerný rast. Nesie to so sebou mnoho problémov. Jedným z nich je systematické nadhodnocovanie budúceho rastu spoločnosti analytikmi,

- **hodnotová**- snaha investora o nákup akcií s nízkymi ukazovateľmi P/E a P/B a vysokou dividendou. Jej princíp je v nájdení podhodnotených akcií, ktoré v určitom predchádzajúcom období niesli nízky zisk majiteľovi. Pri bližšej analýze je však spoločnosť stabilná a je u nej predpoklad rastu,
- **filozofia obchodovania trhu**- v pravom zmysle slova nejde o investovanie, ale o krátkodobé obchodovanie a špekuláciu nakoľko investor drží akcie, index alebo komodity maximálne pár mesiacov. Pri tejto investícii investora nezaujíma spoločnosť ako taká. Stratégiou je nákup v case rastu trhu a predaj v case poklesu trhu,
- **arbitráž**-obchodovanie so spoločnosťami s rovnakým CF, ale rôznymi cenami. Spoločnosť sa na rozdielnych burzách obchoduje za rozdielnu cenu. Investor sa snaží nakúpiť lacno na burze A a drahšie predáť na burze B čím je dosiahnutý okamžitý zisk bez rizika, nakoľko sa predpokladá zrovnanie cien v case. Takýto jav je pomerne nezvyklý a pre individuálneho investora by sa muselo jednať o investovanie vo veľkom objeme. Značne využívaný nástroj medzi profesionálnymi investormi hedgeových fondov a bánk,
- **aktívne obchodovanie**-sledovaním priebežných informácií a ich dopadu na ceny akcií sa investor snaží nakupovať a predávať akcie spoločnosti. Existujú 3 spôsoby aktívneho obchodovania. Prvým je predpovedanie reakcie trhu na doposiaľ nezverejnenú informáciu a obchodovanie ešte pred jej zverejnením. Druhým je analýza už zverejnených informácií a snaha o vyuffičenie ich nesprávneho uchopenia. Tretím je odhadnutie trendu trhu na základe doposiaľ nezverejnených informácií. Tento spôsob je nelegálny. Aktívne obchodovanie je špekulatívnou a krátkodobou formou investovania nesúcou transakčné a daňové náklady (7).

## 2.6. Burza cenných papierov Praha

Jej založenie sa datuje už počas Rakúska-Uhorska, kedy bola nielen burzou cenných papierov, ale aj rôznych komodít medzi ktorými prevládal hlavne cukor. V období medzi dvoma svetovými vojnami sa už prešlo iba na obchodovanie cenných papierov.

Fungovanie burzy bolo po as vojnového obdobia zastavené a k slovu sa burza prihlási aľ s nástupom kapitalizmu a rozpadom eskoslovenska (8).

Momentálne je Burza cenných papierov Praha akciovou spoločnosťou. Obchodovanie na tejto burze prebieha pomocou licencovaných obchodníkov, ktorí sú členmi tejto burzy (banky a maklérske spoločnosti). Oprávnením disponuje takisto eská národná banka a Ministerstvo financií. Medzi významných členov burzy patrí eskoslovenská obchodná banka, Komerční banka, Raiffeisen Centrobank AG, PPF banka a Fio banka (9).

Index PX je oficiálnym cenovým indexom Burzy cenných papierov Praha. Báza indexu zahŕňa najlikvidnejšie akcie obchodované na burze. Výpočet tohto indexu je prepoítavaný v reálnom ase. PX index bol navrhnutý ako podkladové aktívum pre –truktúrované a derivátové produkty. Index neuvaľuje dividendový výnos. Percentuálne najvyššie zastúpenie medzi základnými emisiami majú akcie EZ (21,5 %), Komernej banky (20 %), Erste group bank (19,7 %), Moneta money bank (10 %) a VIG (9,7 %). (10).

## **2.7. Analýza pomerových ukazovateľov**

Tento druh analýzy vyuffíva účelové vytváranie finančných pomerových ukazovateľov, ktoré vznikajú vzájomným vydelením vybraných účtových položiek získaných z finančných výkazov podniku. Je dôlefité aby medzi jednotlivými ukazovateľmi existovali vhodné súvislosti (1).

Podľa jednotlivých oblastí finančného hospodárenia podniku je možné rozdeliť pomerové ukazovatele do skupín:

- ukazovatele rentability,
- ukazovatele zadľženosti,
- ukazovatele likvidity,
- ukazovatele aktivity,
- ukazovatele trhnej hodnoty podniku (1).

### 2.7.1. Vybrané pomerové ukazovatele

Definovanie vybraných pomerových veličín potrebných na bližšie určenie vnútornej hodnoty akcie.

Ukazovateľ rentability celkových aktív ROA je všeobecne považovaný za kľúčový ukazovateľ úspešnosti podnikateľskej činnosti firiem a tým pádom pre investorov najsledovanejšou hodnotou rentability. Existujú dva spôsoby výpočtu (1).

$$ROA = \frac{Zisk\ pred\ zdanením}{Právková\ hodnota\ aktív}$$

**Rovnica 1 Rentabilita aktív pre EAT (vlastné spracovanie pod a 1)**

$$ROA = \frac{Zisk\ pred\ zdanením}{Právková\ hodnota\ aktív}$$

**Rovnica 2 Rentabilita aktív pre EBIT (vlastné spracovanie pod a 1)**

Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu ROE stanovuje koeficienty peňažných jednotiek istého zisku pripadá na jednu peňažnú jednotku vloženú do podniku jeho vlastníckmi. V prípade ROE platí zásada, že jeho veľkosť by nemala byť nižšia ako je výnosnosť dlhopisov a takisto by ROE mal byť vyšší ako ROA (1).

$$ROE = \frac{Zisk\ pred\ zdanením}{Právková\ hodnota\ vlastného\ kapitálu}$$

**Rovnica 3 Rentabilita vlastného kapitálu (vlastné spracovanie pod a 1)**

Ukazovateľ istého zisku na akciu EPS je kľúčový faktor z pohľadu toho, ako vypovedá o finančnej situácii podniku vo forme istého zisku na akciu. Preto býva nazývaný aj rentabilitou kmeňovej akcie (1).

$$EPS = \frac{Zisk\ pred\ zdanením - Zisk\ na\ zaplatenie\ dividendy}{Počet\ akcií}$$

**Rovnica 4 Zisk po zdanení na 1 akciu (vlastné spracovanie pod a 1)**

Pomer aktuálnej trhovej ceny akcie a posledného zverejneného istého zisku príslušnej akciovej spoločnosti, ktorý na úroveň po prípadnom odpočítaní dividendy pripadá vyjadruje šPrice earning ratio š. Vypovedá o tom, koeficienty peňažných jednotiek sú v danom prípade investori ochotní zaplatiť na jednu peňažnú jednotku ročného zisku pripadajúceho na danú akciu.

$$P/E = \frac{Cena\ akcie}{EPS}$$

**Rovnica 5 Price earning ratio (vlastné spracovanie pod a 1)**



## 2.8. Metódy výpočtu vnútornej hodnoty akcie

Stanovenie hodnoty akcie je pomerne ťažkým úkonom. Pomáhajú nám k tomu rôzne metódy oceňovania. Ich snahou je nájsť vnútornú (fundamentálnu) hodnotu akcie. Vždy si je nutné uvedomiť, že túto hodnotu nie je možné určiť presne. Vždy sa pracuje s určitým vedomím iba približného stanovenia jej hodnoty. Pri výpočte sa takmer vždy pracuje s odhadmi týkajúcimi sa budúcnosti. (6)

Cena a hodnota akcie sú dve rozličné veličiny. Mnohokedy sú si blízke. Spravidla sa líšia, niekedy dokonca výrazne a to oboma smermi. Niekedy môže byť cena násobkom hodnoty a niekedy jej zlomkom. Investorov vo všeobecnosti zaujímajú akcie kde je cena výrazne nižšia ako hodnota. (6)

V dlhodobom horizonte cena akcie smeruje k jej hodnote. Hodnota teda ovplyvňuje cenu. Sú ale aj situácie kedy cena akcie ovplyvní jej hodnotu. Takýchto prípadov sa objavilo v histórii už pomerne mnoho. Počas finančnej krízy v rokoch 2008-2009 sa časť bánk ocitla v značne podkapitalizovanom stave a potrebovala navyše kapitál upísaním nových akcií. Nakoľko to trh dopredu vedel, nefinancovanie samotnému úpisu prišlo akcie padali cenou nadol. Vďaka tomu museli akcie vydávať nové a nové akcie čo zapríčinilo, že staršie akcie tohto titulu boli viac rozriedené. Hodnotu akcií to stlačilo na nízku hodnotu. Obecné teda možno povedať, že ak sa akákoľvek spoločnosť dostane do finančných problémov, ktoré sa bude snažiť vyriešiť úpisom nových akcií bude to mať na ich hodnotu negatívny vplyv. (6)

V dobách kedy akciové trhy prudko klesajú alebo až krachujú ako tomu bolo vo vyše uvedených rokoch 2008-2009 sa môže zdať, že koncept hodnoty stráca zmysel. Ale opak je pravdou. Pokles trhov netrvá večne a v čase kedy sa trhy vrátia do normálu tak na povrch vyplávajú akcie, ktorých hodnota obstála aj v dobe krízy. (6)

Pri fundamentálnej analýze akciových spoločností zameranej na určenie ich vnútorných hodnôt je možné využiť mnoho rôznych druhov analytických metód. Podľa Rejnuera je základné členenie:

- dividendové diskontné modely,
- ziskové modely,

- bilančné modely,
- finančná analýza podniku (1).

### 2.8.1. Dividendové diskontné modely

Dividendové diskontné modely patria medzi najastejšie vyúfľované metódy určovania vnútornej hodnoty akcie. Sú založené na princípe diskontovania očakávaných cash flow plynúcich z dividend na ich súasnú hodnotu, čo inak znamená že vnútornou hodnotu akcie sa rozumie jej súasná hodnota (1).

$$V_A = \frac{D_1}{(1+r_d)} + \frac{D_2}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{D_n + V_n}{(1+r_d)^n}$$

**Rovnica 6 Vnútorná hodnota akcie (vlastné spracovanie podľa 1)**

$V_A$  vnútorná hodnota akcie

$D_{(1,2,..,n)}$  očakávaná dividend v jednotlivých rokoch drflby akcie

$C_{(1,2,..,n)}$  očakávaná trflná cena akcie na konci jednotlivých rokov ich drflby

$r_d$  požadovaná konštantná miera výnosu

$n$  doba trvania investície

### 2.8.2. Model CAPM

š Model CAPM ukazuje vzťah medzi dvoma kritériami a to rizikom a očakávanou výnosovou mierou odvodenou od rizika. V celom modeli pracujeme so systematickým rizikom, ktoré meriame pomocou beta faktorů (11, s. 111)

Systematické riziko nie je možné diverzifikovať, pretože vyplýva z existencie danej ekonomiky a je ovplyvnené mnohými faktormi (politika, inflácia, úrokové miery a legislatíva). Nakoľko ho nemôžeme znížiť ani ovplyvniť, máme nárok na prémii, ktorá sa pri výpočte požadovanej výnosovej miery zohľaduje (11).

$$r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f) \quad (12)$$

**Rovnica 7 Požadovaná výnosová miera akcie (vlastne spracovanie podľa 11)**

$r_i$  požadovaná výnosová miera akcie

$r_f$  bezriziková výnosová miera produkovaná bezrizikovým aktívom

beta faktor akcie  $\beta$

$r_m$  tržná výnosová miera produkovaná tržným indexom

$(r_m - R_f)$  riziková prémie

### 2.8.3. Gordonov dividendový diskontný model

V investíciách sa najčastejšie používa jeden z najpoužívanejších modelov (1).

$$V_A = \frac{D_0 * (1 + g)}{r_d - g}$$

**Rovnica 8 Gordonov dividendový diskontný model (vlastné spracovanie podľa 1)**

$V_A$  vnútorná hodnota akcie

$D_0$  dividendy v základnom roku

$D_0 * (1 + g)$  očakávaná dividendy v prvom roku držby akcie

$g$  očakávaná konštantná miera rastu dividend

$r_d$  požadovaná konštantná miera výnosu

Vzorec pre výpočet tempa rastu  $g$  vieme definovať pomocou rastového modelu (11).

$$g = \frac{E - D_0}{E} * \beta = \frac{E - D_0}{E} * \beta = \frac{E - D_0}{E} * \beta = \frac{E - D_0}{E} * \beta = \frac{E - D_0}{E} * \beta = \frac{E - D_0}{E} * \beta$$

**Rovnica 9 Výpočet tempa rastu (vlastné spracovanie podľa 11)**

$E$  výška čistého zisku

$E_Q$  výška vlastného kapitálu

$b$  aktívny pomer, vyjadrený ako 1 - dividendový podiel

### **3. ANALÝZA SÚ ČASŤNÉHO STAVU**

Cieľom tejto kapitoly je v prvej časti poskytnúť makroekonomickú analýzu vybraných ukazovateľov súčasnej situácie českej ekonomiky, výber akciových titulov a ich samotnú analýzu na základe ich výsledkov hospodárenia. Údaje na základe ktorých budú jednotlivé spoločnosti analyzované pochádzajú z obdobia predchádzajúcich 5 rokov to znamená 2013-2017.

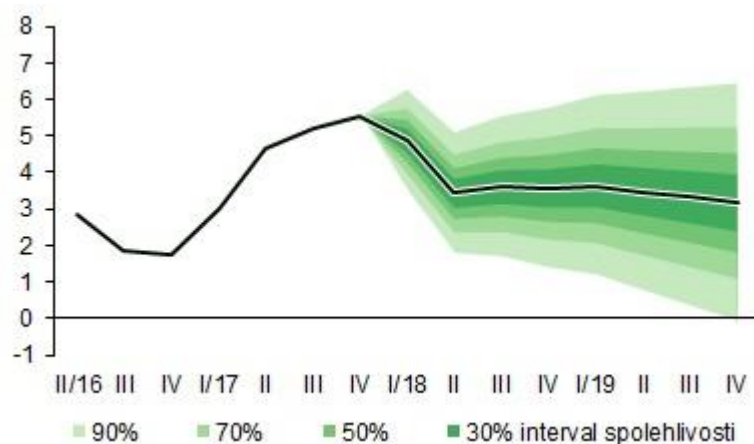
K samotnej tvorbe investičného portfólia potrebujeme:

- zoznam potenciálnych investícií,
- odhad ich vnútorných hodnôt,
- porovnanie ceny a hodnoty akcie,
- predstavu a ich riziku a vplyve na riziko celého portfólia (6).

#### **3.1. Reálny výstup ekonomiky HDP**

Vývoj akciového trhu je vždy silne naviazaný na vývoj ekonomiky príslušného štátu ako aj celosvetovej ekonomiky. V strednodobom výhľade možno povedať, že vývoj na akciovom trhu by mal prebiehať reálny výstup ekonomiky o 3-6 mesiacov (1).

Rast českej ekonomiky síce oproti roku 2017 spomalí, ale aj napriek tomu bude dosahovať v rokoch 2018 3,9% a 2019 3,4% rast. Tento rast bude spôsobený hlavne rastom spotreby domácností, ktorý je dôsledkom vysokého rastu ich príjmu (13).



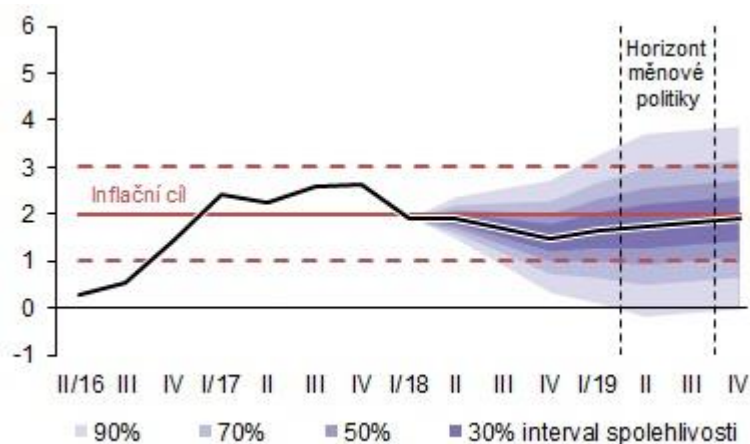
Obr : 2 Výhľad rastu HDP (Zdroj:cnb.cz)

### 3.2. Inflácia

Inflácia je opakovaný rast vä-iny cien v danej ekonomike. Ide o reálne oslabenie kúpnej sily danej meny vo i tovaru a službám ktoré spotrebite nakupuje. Ak je v ekonomike inflácia spotrebite ských cien tak na nákup rovnakého ko-a tovaru a služieb spotrebite potrebuje viac jednotiek danej meny. V praxi sa pre výpo et inflácie v oblasti spotrebite ských cien poufíva tzv. prírastok indexu spotrebite ských cien. Pokles inflácie je definovaný ako deflácia. Pokia v ur itom dlh-om asom úseku vä -ina cien v ekonomike klesá hovoríme o deflácií (14).

Jedným zo základných predpokladov úspe-nej investície je to aby výnos prekonal infláciu v ase. Ke fle sledujeme akciový trh eskej republiky boli poufíté údaje eskej národnej banky.

Priemerná ro ná miera inflácie za rok 2017 bola 2,5 %. Prognóza pre al-ie obdobie bola národnou bankou stanovená na 1,7 % v 2 kvartáli roku 2019 a 1,8 % v 3 kvartáli 2019. Ako je možné vypozerova z týchto údajov a grafu inflácia sa o akáva na nízkej úrovni o zna í stabilitu ekonomického prostredia a tým pádom pozitívne správy pre investora (13).



Obr : 3 Infla ný výh ad (Zdroj:cnb.cz)

### 3.3.Vybrané akciové tituly

Výber akciových titulov prebiehal na základe nasledujúcich kritérií:

- emitent je lenom Burzy cenných papierov Praha
- emitent vyplácal pravidelnú dividendu v sledovanom období rokov 2013-2017
- navrhovaná dividendu 2018 má rastúcu, alebo aspo kon-tantnú úroveň predchádzajúceho obdobia

Tab. 1 Vý-ka dividendy vybraných titulov

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa výro ných správ)

Vý-ka dividendy vybraných titulov	Mena	2018	2017	2016	2015	2014	2013
<b>EZ</b>	CZK	33	33	40	40	40	40
<b>KOMER NÍ BANKA</b>	CZK	47	40	310	310	230	230
<b>MONETA MONEY BANK</b>	CZK	8	9,80				
<b>O2 C.R.</b>	CZK	21	21	16	13	18	30

<b>PEGAS NONWOVENS</b>	EUR	1,30	1,30	1,25	1,15	1,10	1,05
<b>PHILIP MORRIS CR</b>	CZK	1080	1000	920	880	880	900
<b>VIG</b>	EUR	0,9	0,80	0,60	1,40	1,30	1,20

Jediným titulom, ktorý zadané podmienky nesplnil je spoločnosť Moneta Money bank s pochopiteľných dôvodov. Tento emitent je totiž v režime free float na burze iba od roku 2016, takže zadané kritériá ani splniť nemohol. Tento titul však na základe veľmi dobrých hospodárskych výsledkov od začiatku obchodovania na burze do nášho výberu zaradený bol.

### 3.3.1. EZ

V **eskej republike** je predmetom činnosti spoločnosti EZ výroba a predaj uhlia, výroba, distribúcia a predaj elektriny ako aj obchodná činnosť s komoditami. Do energetického portfólia možno zaradiť jadrové, uhľové, plynové, vodné, fotovoltaické, veterné a bioplynové energetické zdroje (15).

V **zahraničí** EZ uskutočňuje podnikateľskú činnosť v oblastiach distribúcie, výroby, obchodu a predaja elektriny, alej v oblasti obchodu a predaja zemného plynu, obchodu s komoditami na veľkoobchodnom trhu a aktívne pôsobí na poli obnoviteľných zdrojov. Medzi krajiny pôsobnosti je možné zaradiť Nemecko, Francúzsko, Poľsko, Rumunsko, Bulharsko, Slovensko a Turecko (15).

S podielom skoro 70 % na základnom kapitále k 31.12.2017 je majoritným akcionárom spoločnosti Česká republika. Akcie spoločnosti sú obchodované na pražskej burze cenných papierov ako sú súčasťou indexu PX a na vävavskej burze ako sú súčasťou indexu WIG-CEE (15).

**Tab. 2 Hospodárske ukazovatele EZ**

(Zdroj: vlastné spracovanie pod a 15)

<b>EZ</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Dividenda (CZK)</b>	33	40	40	40	40
<b>Dividendový výnos (%)</b>	6,65	9,30	9	6,77	7,74
<b>ROE (%)</b>	7,45	5,58	7,55	8,45	13,39
<b>ROA (%)</b>	4,09	4,14	4,81	5,88	7,13
<b>EPS (CZK)</b>	35,10	26,70	38,80	41,90	67,2
<b>PE</b>	14,10	16,10	11,40	14,10	7,7
<b>Tržná cena k 31.12</b>	<b>496,50</b>	<b>430</b>	<b>444,30</b>	<b>591</b>	<b>517</b>

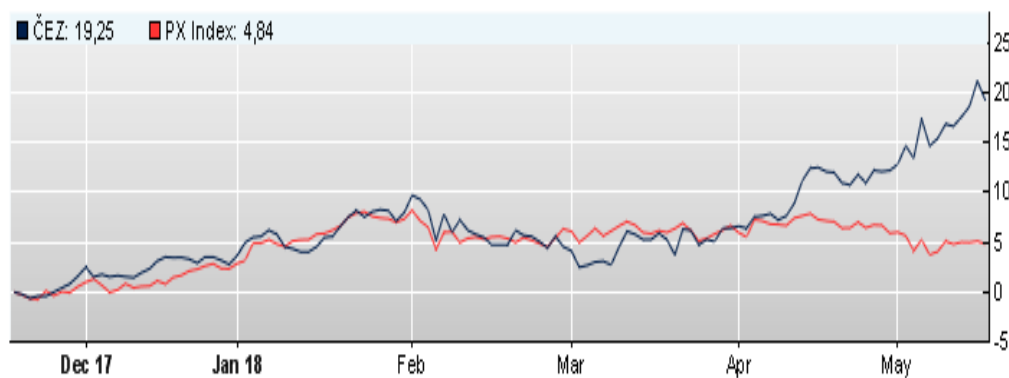
Spoločnosť EZ dosiahla za rok 2017 istý zisk 18,959 miliárd Kč, čo je oproti roku 2016 nárast o výške 30 %. V sledovanom období spoločnosť pravidelne vypláca dividendu. V roku 2017 táto dividendu dosiahla hodnotu 33 Kč a s rovnakou výškou dividendy je projektované aj na rok 2018 (15).





**Obr : 4 Vývoj kurzu EZ (Zdroj:pse.cz)**

Porovnanie s indexom Px za posledných 6 mesiacov. Volatilita bola aľ do polovice Apríla na podobnej úrovni, po tomto období akcie EZ razantne zvý-ili svoj kurz



**Obr : 5 Vývoj kurzu EZ a PX index (Zdroj:patria.cz)**

Koncom roka 2017 akcie profitovali hlavne z pozitívneho vývoja cien elektriny, ktoré dosahovali až 4 ročné maxima. Rast pokračoval aj na začiatku roka 2018 aj napriek korekcii v cenách elektriny. Akcie spoločnosti profitovali takisto z diskusie o rozdelení spoločnosti, kde investori vnímali najmä to, že výstavba nových jadrových zdrojov by mohla prejsť na úspešnejšie a neostala by záťažou pre investorov (15).

Vnútorňá hodnota akcie bude spočítaná na základe nasledujúceho vzorca z predchádzajúcej kapitoly.

$$VH = \frac{D_1 * (1 + g) + D_2}{r - g}$$

Podľa získaných dát v tabuľke stanovíme vnútornú hodnotu akcie pomocou Gordonovho modelu. Dosadením do vzorca modelu CAMP z kapitoly 2.8.2 získame požadovanú výnosovú mieru  $r$ .

$E(r_i) = R_f + \beta(r_m - R_f)$ , kde  $R_f$  je bezriziková výnosová miera je 0,98 % čo predstavuje priemerný výnos 10 ročných štátnych dlhopisov za rok 2017 (16). Koeficient  $\beta$  predstavuje volatilitu titulu voči trhu. Hodnota  $r_m$  je tržná výnosová miera pre Českú republiku stanovená agentúrou Moodys. Zadaná hodnota pre rok 2018 má hodnotu 5,89 % (17)

$$E(r_i) = 0,0098 + 1,28(0,058 - 0,0098) = 0,062168$$

$g = ROE * (1 - p)$  kde  $1 - p$  je aktívny pomer, vyjadrený ako  $1 - \text{dividendový podiel}$   
 $g = 0,0745 * (1 - 33/35,10) = 0,004573$

Po získaní čiastkových výsledkov môžeme dosadiť do konej rovnice pre vnútornú hodnotu akcie.

$$VH = \frac{33 * (1 + 0,004573) + 0,004573}{0,062168 - 0,004573}$$

Vnútorňá hodnota akcie spoločnosti EZ je 575 Kč čo je vzhľadom k jej kurzu 543,50 vnímané ako mierne podhodnotenie akcie. Analytik Fio banky Ján Raška vo svojom doporčení pre akcie EZ definuje tento titul ako pomerne dividendovo atraktívny.

Dividenda v roku 2018 je predpokladaná v rovnakej výške ako v roku 2017, čo značí skoro 7% výnos. Predpoklad na roky 2019-2020 značí, že na veľa v kosti dividendy by sa nemusel prejaviť očakávaný pokles istej ziskovosti, čo značí že dividendy by sa mohli udržať na hodnote 28-30 Kč (18).

Mierne podhodnotenie akcie spolu so stabilným výhľadom dividendy robí z akcií EZ atraktívny titul k nákupu.

### 3.3.2. Komerčná banka

**Komerčná banka** bola založená v roku 1990 ako inštitúcia štátu a v roku 1992 transformovaná na akciovú spoločnosť. Akcie sú na burze cenných papierov kótované už od jej vzniku v roku 1993. V roku 2001 v rámci privatizácie kúpil podiel v tejto banke medzinárodný gigant na poli finančných skupín Sociétés Générale (19).

Spočet viac ako 147 000 zamestnancov pôsobí skupina v 67 krajinách a obsluhuje 31 miliónov klientov. V Českej republike sa samotná Komerčná banka radí medzi popredné bankové inštitúcie s širokou ponukou služieb retailového, podnikového a investičného bankovníctva (19).

Počet klientov banky k 31.12.2017 stúpol o 0,6 % na 1 664 000 klientov. Ich vklady s vylúčením repo operácií činili 756 miliárd Kč, čo je takisto rast o 8,9 %. Úvery poskytnuté v tomto období boli vo výške 606,1 miliardy Kč. Celkové provozní výnosy zaznamenali pokles na hodnotu 31,06 miliárd. Istý zisk ktorý prináleží akcionárom sa oproti 2016 navýšil a dosahuje hodnotu 14,93 miliardy (19).

V roku 2016 prebehlo rozdelenie akcií, takže pre porovnanie vývoja v čase sú predchádzajúce dividendy vydelené číslom 5.

**Tab. 3 Hospodárske ukazovatele O2**

(Zdroj: vlastné spracovanie pod a 19)

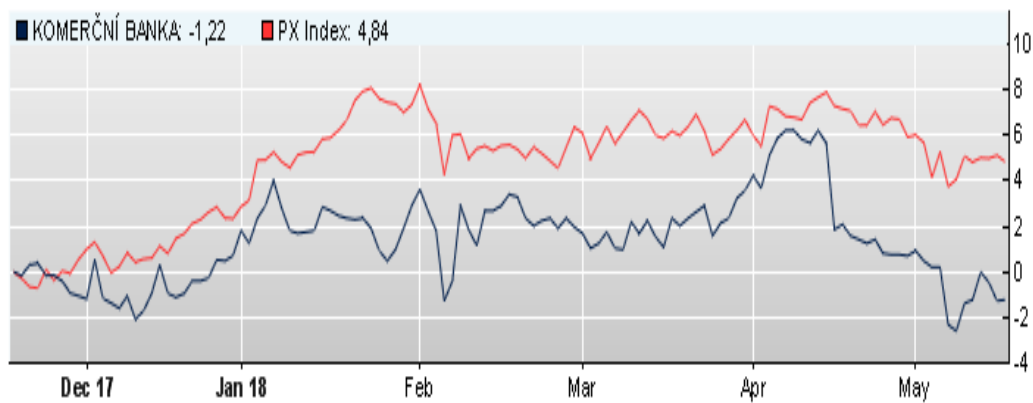
<b>Komer ní banka</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Dividenda (CZK)</b>	40	62	62	46	46
<b>Dividendový výnos (%)</b>	4,37	7	6,26	4,85	5,20
<b>ROE (%)</b>	14,88	12,97	12,01	11,86	12,98
<b>ROA (%)</b>	1,82	1,83	1,77	1,68	1,52
<b>EPS (CZK)</b>	78,56	72,02	71,13	68,32	65,92
<b>PE</b>	11,65	12,29	2,95	2,77	2,68
<b>Trfná cena (CZK)</b>	915	885	990	948	884

Po et klientov banky k 31.12.2017 stúpol o 0,6 % na 1 664 000 klientov. Ich vklady s vylú ením repo operácií inili 756 miliárd K , o je takisto rast o 8,9 % . Úvery poskytnuté v tomto období boli vo vý-ke 606,1 miliardy K . Celkové provozní výnosy zaznamenali pokles na hodnotu 31,06 miliárd. ístý zisk ktorý prinálefí akcionárom sa oproti 2016 navý-il a dosahuje hodnotu 14,93 miliardy (19).



**Obr : 6 Vývoj kurzu Komerční banky (Zdroj:pse.cz)**

Vývoj akcií Komerční banky za posledních 6 měsíců je oproti indexu PX značně klesající.



**Obr : 7 Vývoj kurzu Komerční banky a PX indexu (Zdroj:patria.cz)**

Predstavenstvo banky navrhuje dozornej rade výplatu dividendy vo výške 47 K na akciu, teda výplatný pomer 59,5 %. Ide o nárast dividendy o 7 K oproti predchádzajúcemu obdobiu, čo je vnímané pozitívne (19). Výpočet vnútornej hodnoty akcie jej cenu určil na hodnotu 1055, čo je hodnota o 130 K vyššia ako jej kurz ku dnu 17.4.2018, preto považujeme tento titul za podhodnotený a teda vhodný na nákup a zaradenie do portfólia.

### 3.3.3. Moneta money bank

Všetky akcie banky sú prijaté k oficiálnemu obchodovaniu na Prime Market Burzy cenných papierov Praha. Základný kapitál spoločnosti je rozdelený na 511 000 000 plne splatených zaknihovaných kmeňových akcií na meno v hodnote 1 K za kus. Všetky akcie banky nie sú v jej vlastníctve alebo vo vlastníctve jej dcérskych spoločností (20).

**Tab. 4 Hospodárske ukazovatele Moneta Money Bank**

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa 20)

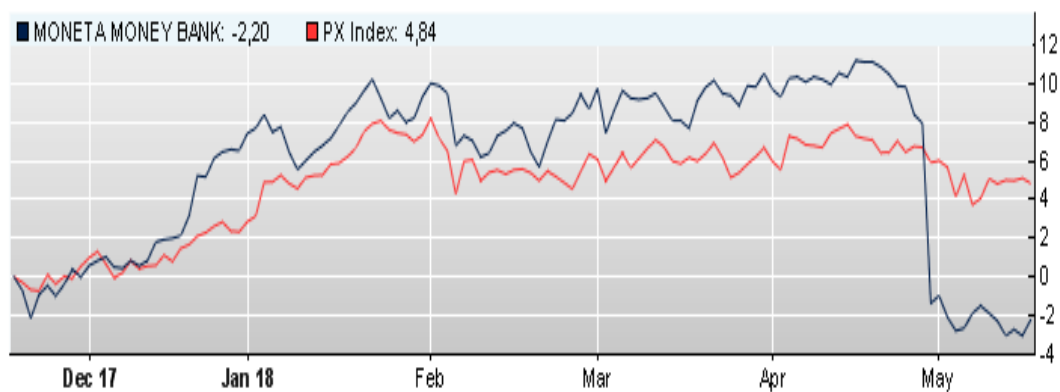
<b>Moneta money bank</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Dividenda (CZK)</b>	9,80				
<b>Dividendový výnos (%)</b>	11,89				
<b>ROE (%)</b>	15,23	15,04			
<b>ROA (%)</b>	2,70	4			
<b>EPS (CZK)</b>	7,68	7,96			
<b>PE</b>	10,73	10,44			
<b>Tržná cena (CZK)</b>	82,40				

Hospodárske výsledky za rok 2017 priniesli provozní výnosy vo výške 10,3 miliardy pri om konsolidovaný istý zisk bol 3,9 miliardy K . Za pozitívne možno považovať medziročný rast úverov vo výške 10,8 %. Výhľadová projekcia spoločnosti na rok 2018 počíta s výnosmi viac ako 9,5 miliardy a konsolidovaný istý zisk projektuje na viac ako 3,4 miliardy (20).



**Obr : 8 Vývoj kurzu Moneta money bank (Zdroj:pse.cz)**

Za posledný mesiac máj akcie Monety začínajú strácať oproti indexu Px.



**Obr : 9 Vývoj kurzu Moneta Money Bank a PX indexu (Zdroj:patria.cz)**

Výpočet vnútornej hodnoty akcie spoločnosti Moneta money bank pri dividende vo výške 8 K na akciu stanovil jej hodnotu na 204 K. Vzhľadom na jej aktuálny kurz k 17.4.2018 86 K je táto hodnota takmer 2,5 násobná (20).

Oproti skupine ostatných odborových inštitúcií Moneta obchoduje s prémie, čo reflektuje výrazne vyšší dividendový výnos ktorý si môže dovoliť vďaka jednej z najvyšších hodnôt rentability v obore, silnej kapitálovej pozícii a nezávislosti na externom financovaní. Avšak výhľad dividendy pre nasledujúce tri roky je však značne negatívny. Spoločnosť bude znížiť výplatný pomer z 80 % na 70 % (21).

Súčasne priaznivý ekonomický vývoj sa prejavuje vo zvyšujúcej úverovej aktivite. Bankové prostredie je však stále zaťažené nízkymi úrokovými sadzbami. Postupné sprísňovanie menovej politiky národnou bankou, by výhľadovo malo mať pozitívny vplyv na úrokové marže. Existuje predpoklad že rok 2018 bude posledným rokom s klesajúcou úrokovou maržou. V absolútnom vyjadrení však úrokový výnos bude rásť aj v tomto roku. Oproti skupine ostatných odborových inštitúcií Moneta obchoduje s prémie, čo reflektuje výrazne vyšší dividendový výnos ktorý si môže dovoliť vďaka jednej z najvyšších hodnôt rentability v obore, silnej kapitálovej pozícii a nezávislosti na externom financovaní (21).

### **3.3.4. O2 C.R.**

V rámci skupiny O2 poskytuje spoločnosť svoje mobilné a pevné služby takmer 7 miliónom zákazníkov, čo z tejto spoločnosti robí jedného z vedúcich predstaviteľov plne konvergentných služieb v Európe (22).

Disponuje najkomplexnejšou ponukou hlasových a dátových služieb v eskej republike, takisto so službou O2 TV je najväčším poskytovateľom internetového televízneho vysielania. Do skupiny možno zaradiť aj dcérsku spoločnosť O2 Slovakia, ktorá od roku 2007 ponúka komplexné mobilné služby pre individuálnych zákazníkov ako aj menšie a stredné firmy (22).

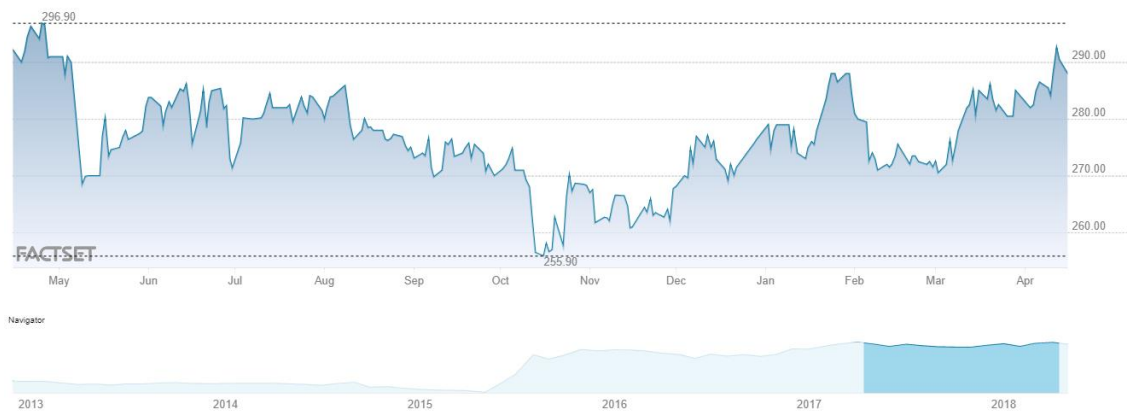


**Tab. 5 Hospodárske ukazovatele O2 CR**

(Zdroj: vlastné spracovanie pod a 22)

<b>O2 CR</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Dividenda (CZK)</b>	21	16	13	18	30
<b>Dividendový výnos (%)</b>	7,59	6,18	5,18	7,73	10,17
<b>ROE (%)</b>	36,1	30	27,7	6,5	10,2
<b>ROA (%)</b>	16,01	15,8	16,8	4,7	7,7
<b>EPS (CZK)</b>	18,4	17,1	16,37	11,33	18,36
<b>PE</b>	15,03	15,15	15,33	20,56	16,07
<b>Tržná cena (CZK)</b>	276,50	259	251	233	295

V roku 2017 stúpali výnosy spoločnosti na hodnotu 37,71 miliardy oproti 37,52 v roku 2016. Takisto istý zisk spoločnosti rástol a to konkrétne na 5,59 miliardy oproti 5,26 v roku 2016. Mierny pokles je v počte mobilných zákazníkov v Českej republike, keď k 31.12.2017 vyufflíva služby mobilnej siete O2 4,938 zákazníkov čo je pokles o 3 tisíc užívateľov oproti roku 2016. Tento pokles je však vykompenzovaný súhrnným nárastom na Slovensku o 45 tisíc (22).



**Obr : 10 Vývoj kurzu O2 (Zdroj:pse.cz)**

Rast akcií O2 v sledovanom období ma stúpajúci charakter, dokonca prekonal index PX.



**Obr : 11 Vývoj kurzu O2 a PX indexu (Zdroj:patria.cz)**

Dividenda v roku 2018 je predpokladaná vo výške 21 K € čo je zachovanie stavu z minulého obdobia, nakoľko nedošlo k zmene dlhodobej politiky vyplácania dividendy. V nasledujúcich obdobiach tak predstavenstvo spoločnosti aj naďalej plánuje akcionárom na valnej hromade vyplatiť dividendy vo výške 90-110 % istého nekonsolidovaného zisku. Nad rámec výplaty dividendy bolo ešte v roku 2016 predstavenstvom oznámené, že spoločnosť zvažuje navrhnúť akcionárom v nasledujúcich obdobiach udržať výplatu v súvislosti s rozdelením emisného ážia (22).

Zahrnutie dividendy do výpočtu vnútornej hodnoty akcie predpokladá jej výšku na 368 K €. Oproti kurzu k 17.4.2018 vo výške 286 K € ide o 82 K € viac čo robí tento titul podhodnotený a tým pádom atraktívny k zaradeniu do portfólia aj vzhľadom na vyšie popísanú dividendovú politiku.

### **3.3.5. Pegas Nonwovens**

Spoločnosť založená v roku 1990 sa špecializuje na výrobu jednorazových hygienických produktov a takisto v menšej miere na produkty v stavebníctve, poľnohospodárstve a lekárske aplikáciách. Výrobné linky spoločnosti sa nachádzajú v Českej republike a takisto v Egypte. Výrobná kapacita sa po uvedení novej linky v druhom štvrtroku 2017 zvýšila na hodnotu do 100 tisíc ton netkaných textílií v Českej republike a do 20 tisíc ton v Egypte (23).

K dátumu 31.12.2017 zamestnáva spoločnosť Pegas 590 zamestnancov. Akcie spoločnosti sú od roku 2006 kótované na Burze cenných papierov v Prahe. Majoritným takmer 90% akcionárom spoločnosti je od roku 2017 skupina R2G (23).

**Tab. 6 Hospodárske ukazovatele Pegas Nonwovens**

(Zdroj: vlastné spracovanie pod a 23)

<b>Pegas Nonwovens</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Dividenda (EUR)</b>	1,30	1,25	1,15	1,10	1,05
<b>Dividendový výnos (%)</b>	4,04	4,39	4,25	4,77	4,87
<b>ROE (%)</b>	5,21	8,87	15,94	17,98	1,12
<b>ROA (%)</b>	9,80	12,12	11,31	13,25	10,81
<b>EPS (EUR)</b>	0,96	1,53	2,71	2,94	0,15
<b>PE</b>	33,5	18,60	9,98	7,85	143,6
<b>Tržná cena (EUR)</b>	32,16	28,46	27,05	23,08	21,54

Hospodárske výsledky roku 2017 zaznamenali oproti roku 2016 nárast výnosov na 220,84 milióna euro oproti 206,35 milióna. Hodnota istého zisku pripadajúceho na akcionára však poklesol z 14 079 v roku 2016 na 8406 euro v roku 2017. Z údajov v tabuľke vyššie je zrejmá stabilita dividendového výnosu sledovanom období. Dividendový výnos sa stabilne pohybuje v rozmedzí 4-5 %. Samotná dividenda má dokonca stúpajúcu tendenciu, avšak nakoľko je vyplácaná v eurách tento fakt nie je možno považovať ako úplne relevantný (23).



**Obr : 12 Vývoj kurzu Pegas Nonwovens (Zdroj:pse.cz)**

Z obrázku možno pozorovať viac ako dvojnásobný rast Pegasu oproti indexu PX.



**Obr : 13 Vývoj kurzu Pegas Nonwovens a PX indexu (Zdroj:patria.cz)**

Kurz akcie spoločnosti Pegas Nonwovens za posledné obdobie 12 mesiacov zaznamenal značnú volatilitu. Za obdobie prvých štyroch mesiacov roku 2018 je možné sledovať rast.

Vnútorná hodnota akcie tohto titulu, pri zachovaní poslednej známej dividendy bola výpočtom stanovená na 38 euro. O priepočet kurzom eskej národnej banky k d u

17.4.2018 je 960 K . Akcie sa na burze k tomuto dnu obchodovali s kurzom 880 K . Vnútna hodnota akcie je teda oproti cene na burze nižšia o značnú časť, pretože akcie sú podhodnotené teda vhodné k ich nákupu.

Za rizikový faktor tohto titulu možno považovať dôležitú udalosť v tejto spoločnosti v roku 2017 a to vstup majoritného akcionára spoločnosti R2G, ktorá je držitelia majoritu 88,49 % a do budúcnosti môže znamenať jej snahu o odkúpenie akcií v rukách inštitucionálnych a drobných akcionárov (23).

### 3.3.6. VIG

Spoločnosť založená v roku 1824 vo Viedni, pôsobiaca na 25 trhoch primárne v strednej a východnej Európe. Sponom viac ako 25 000 zamestnancov a viac ako 20 miliónov klientov je najvýznamnejším poskytovateľom poisťovacích služieb v regióne strednej a východnej Európy (24).

Akcie tejto spoločnosti sú kótované na pražskej Burze cenných papierov ako aj na burze vo Viedni. Približne 30 % akcií je v režime free float a zvyšok držia majoritní akcionári Wiener Stadtische Versicherungsverein (24).

**Tab. 7 Hospodárske ukazovatele VIG**

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa 24)

<b>VIG</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Dividenda (EUR)</b>	0,80	0,60	1,40	1,30	1,20
<b>Dividendový výnos (%)</b>	3,10	2,82	5,53	3,51	3,31
<b>ROE (%)</b>	8,3	8,9	1,1	11,1	6,6
<b>ROA (%)</b>	0,86	0,81	0,11	0,96	0,85
<b>EPS (EUR)</b>	2,23	2,16	-0,27	2,46	1,57

<b>PE</b>	11,55	9,86	-93,67	15,07	23,08
<b>Tržná cena (EUR)</b>	25,77	21,30	25,29	37,08	36,23

V poslednom hospodárskom roku spoločnosť VIG vykázala v kľúčových hodnotách zlepšenie výsledkov. Hrubé predpísané poistné vzrástlo medziročne o 3,7 % na hodnotu 9,386 miliardy euro oproti 9,051 v roku 2016. Istý zisk spoločnosti takisto zaznamenal rast o 3,39 % na 297,6 milióna euro oproti 287,8 milióna za rok 2016. Tento pozitívny vývoj je postavený na stabilnej ziskovej pozícii v domovskom Rakúsku, českéj republike, Slovensku a Poľsku. Z celej skupiny operujúcej v značnej časti Európy vykázala stratu iba Ukrajina a takisto oblasť Balkánu (24).

V predikcii pre obdobie roku 2020 predstavenstvo vo výročnej správe odhaduje hrubé poistné plnenie presahujúce 10 miliárd euro a ziskovosť na úrovni 500-520 miliónov euro. V roku 2019 odhaduje hrubé poistné plnenie na úrovni 9,5 miliardy a zisk pred zdanením 450-470 miliónov (24).



**Obr : 14 Vývoj kurzu VIG (Zdroj:pse.cz)**

VIG iba mierne zaostáva za rastom indexu PX.



Obr : 15 Vývoj kurzu VIG a PX indexu (Zdroj:patria.cz)

Na pozitívne hospodárske výsledky roku 2017 spoločnosť reaguje zvýšeným návrhom na dividendu 0,90 euro. Ide o zvýšenie dividendy na akciu za 3 obdobie za sebou. Výsledkom analýzy vnútornej hodnoty akcie je stanovenie jej ceny na hodnotu 28 euro o pri menovom kurze ku dňu 17.4.2018 predstavuje 707 K €. V tomto dni sa akcie VIG obchodovali za 674 K €, čo vzhľadom na ich vnútornú hodnotu z nich robí mierne podhodnotený titul. Kombinácia tohto faktoru spolu so stabilnou dividendovou politikou zaraduje tento titul ako vhodný do nášho portfólia (24).

### 3.3.7. Philip Morris ČR

Philip Morris ČR je najväčším výrobcom a predajcom tabakových výrobkov a takisto distribútorom bezdymových tabakových výrobkov HEETS, populárnych IQOS a s nimi súvisiaceho príslušenstva v Českej republike. Spoločnosť na trhu pôsobí od roku 1992 a k 31.12.2017 zamestnáva viac ako 1000 zamestnancov a je kótovaná na Burze



cenných papierov Praha. Philip Morris R vlastní obchodný podiel vo výške 99% v spoločnosti Philip Morris Slovakia s.r.o., registrovanej na Slovensku (25).

**Tab. 8 Hospodárske ukazovatele Philip Morris**

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa 25)

<b>Philip Morris R</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Dividenda (CZK)</b>	1000	920	880	880	900
<b>Dividendový výnos (%)</b>	6,04	7,03	7,33	8,13	8,51
<b>ROE (%)</b>	39,05	33,76	32,30	32,71	27,94
<b>ROA (%)</b>	27,84	22,25	21,28	22,66	12,67
<b>EPS (CZK)</b>	1269	1008	936	821,13	811
<b>PE</b>	13,05	13	12,82	13,18	13,04
<b>Tržná cena (CZK)</b>	16556	13096	11999	10820	10579

Medziroční nárast tržieb o 6,5 % z 11,453 na 12,200 miliárd Kč bol zaznamenaný aj napriek celkovému poklesu odbytu o 4,2 %. Znamenný pokles odbytu bol zaznamenaný v Českej republike, hodnoty na Slovensku medziročne stúpili o 2,4 %. Istý zisk spoločnosti zaznamenal 25 % rast čo znamená 3,484 miliardy za rok 2017 (25).



Obr : 16 Vývoj kurzu Philip Morris (Zdroj:pse.cz)

Za posledných 6 mesiacov akcie Philip Morris zaznamenali pokles oproti indexu PX.



Obr : 17 Vývoj kurzu Philip Morris a PX indexu (Zdroj:patria.cz)

Ako je z grafu vidie kurz akcie za sledovane obdobie predchádzajúcich 12 mesiacov zna ne posilnil. K 17.4.2018 je titul obchodovaný za 17 680 K . Výpo tom vnútornej hodnoty dostaneme 14 549 o môfleme ozna i za silne nadhodnotenú akciu, takfle na-e portfólio by tento titul malo obsahova iba v malom pomere, alebo vôbec.

## 4. VLASTNÉ NÁVRHY RIETENIA

Základom pre túto kapitolu je ur enie doporu eného zlofienia portfólia. Je potrebné nájs správny pomer medzi akciovou a dlhopisovou zlofkou.

Pod a Siegela existujú 4 rôznych investori. Ultrakonzervatívny investor vyfaduje maximálnu istotu bez oh adu na výnosy, konzervatívny investor akceptuje malé riziká pre dosiahnutie výnosu navyiac, umiernený a agresívny je ochotný podstúpi významné riziká pre dosiahnutie extra výnosu (26).

Doporu ené množstvo akcií dramaticky rastie s predlfujúcou sa dobou ich vlastnenia. Pod a 200 ro ných historických výnosov akcií a dlhopisov, by mal ultrakonzervatívny investor po as 30 ro ného investičného horizontu drfa aľ 75 % portfólia v akciách. Tento podiel je ospravedlnite ný, pretože akcie sú bezpečnejšie ako dlhopisy z poh adu uchovania kúpnej sily v priebehu dlhých období (26).

Historické dáta ukazujú, že aj konzervatívny investor by mal na takto dlhodoboprofilovaných investíciách drfa takmer 90 % svojho portfólia v akciách, zatiaľ čo umiernený a agresívny vy-e 100 %. Úverom na investovanie v isto akciovom portfóliu môže byť tento pomer dosiahnutý. Pokiaľ sa investor rozhodne, že nad takýmto investičným rizikom nemá zmysel uvažovať, za správne bude považované aj investovanie 100 % do akcií (26).

**Tab. 9 Doporu ené zlofienie portfólia**

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa 26)

Tolerancia rizika	1 rok	5 rokov	10 rokov	30 rokov
Ultrakonzervatívny	9,0 %	22,0 %	39,9 %	71,4 %
Konzervatívny	25,0 %	38,7 %	59,6 %	89,5 %
Vyváfený	50,0 %	61,6 %	88,0 %	116,2 %
Agresívny	75,0 %	78,5 %	110,1 %	139,1 %

## 4.1. Kritéria tvorby portfólia

V prvom rade si je potrebné stanoviť časové obdobie investície. Podľa tabuľky vyšie je uvádzané nad dĺžkou investičných instrumentov po dobu 10 rokov. Takisto z výberu vylučujeme možnosť úverového financovania nákupu akcií. To znamená pri portfóliu agresívneho investora bude maximálna výška investície vo výške 100 %. Do nášho výpočtu nezahŕňame investora s vyváženou toleranciou k riziku, nakoľko hodnoty sú pomerne blízke agresívne zostavujúcemu investorovi.

Rovnako je potrebné zadefinovať peňažnú čiastku, ktorou investor disponuje a ktorú použije na tvorbu portfólia. Stanovil som okrúhlu sumu 1 000 000 K.

A nakoniec posledným dôležitým kritériom je stanovenie vhodného dlhopisu, pomocou ktorého bude tvorená dlhopisová zložka portfólia.

Dlhopisom sa myslí štátna obligácia vydaná Ministerstvom financií. Z krátkodobých dlhopisov sa jedná o štátne pokladničné poukážky, prípadne o poukážky emitované centrálnou bankou. Dlhopisy vydané štátom sú považované za takmer nerizikový finančný dlhopisový instrument. Preto sa samotná analýza emitentov štátnych dlhopisov vykonáva iba v prípadoch krajín menej vyspelých prípadne rozvinutých (1).

Štátny dlhopis 2,75/29 CZ0000703913 s hodnotou 10 000 K. Ročná úroková miera je 2,75 %. Cena jedného kusu tohto dlhopisu je 10007,24 K (27).

## 4.2. Portfólio ultrakonzervatívneho investora

Do tohto portfólia bol vybraný –tátny dlhopis 2,75/29 a do akciového portfólia postupne akcie spoločností Moneta, O2, EZ.

Tab. 10 Ultrakonzervatívne portfólio

(Zdroj: vlastné spracovanie pse.cz)

Ultrakonzervatívny investor	Podiel v portfóliu (%)	Počet akcií (ks)	Cena (K )	Vynaložená suma (K )
Dlhopis 2,75/29	61,1	61	10007,24	610441,64
Moneta Money Bank	10	1162	86	99932
O2	23,9	835	286	238810
EZ	5	93	543,50	50545,5

Presne podľa Siegelovho odporúčenia zloženia portfólia bol v 61,1 % podielek investovanej sumy 1 miliónu korún zakúpený –tátny dlhopis s pevnou ročnou výnosovou mierou 2,75 %. Nakoľko väčšia časť portfólia je zabezpečená proti riziku, volil som zvyčajné akciové portfólia na základe vysokých dividendových výnosov bez ohľadu na riziko. Spoločnosti O2 a Moneta sú v portfóliu zastúpené rovnakým pomerom a akcie EZ sú nakúpené za 5 % investovanej sumy.

Výnos –tátnych dlhopisov je 2,75 % ročne a pri hodnote 10 000 je presne 275 K. Vo výkúpnej cene dlhopisu ide o 2,68 % zhodnotenie. Pri celkovom počte nakúpených dlhopisov predstavuje výnos 16 787,15 K. Dividendová politika jednotlivých emitentov vykazuje nasledujúce hodnoty. Spoločnosť EZ 33 K \* 93 = 3069 K, Moneta 8 K \* 1162 = 9296 a spoločnosť O2 21 K \* 835 = 17 535.

Celková investovaná iastka do portfólia ultrakonzervatívneho investora inila 999 729,14 K . Celková dividendové a úrokové výnosy nami zvoleného portfólia majú zhodnotenie oproti investovanej sume 4,67 % . Ak budeme nami zvolené akciové tituly a dlhopisy drža po as ex-date, investícia poniesie výnos 4,67 % .

### 4.3.Portfólio konzervatívneho investora

Menej rizikovou zlofkou tohto portfólia predstavuje dlhopis 2,75/29. Akciovú zlofkou predstavujú tituly EZ, Komer ní banka, Moneta a O2.

Tab. 11 Konzervatívne portfólio

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa pse.cz)

Konzervatívny investor	Podiel v portfóliu (%)	Počet akcií (ks)	Cena (K )	Vynaložená suma (K )
Dlhopis 2,75/29	41,4	41	10007,24	410296,84
EZ	10	184	543,50	100004
Komer ní banka	10	108	925	99900
Moneta	30	3487	86	299882
O2	8,6	313	286	89518

Celková investovaná suma do tohto portfólia je 999 600,84 K . Do portfólia boli vybrané iba akcie ktorých vnútorná hodnota prevyšuje ich tržnú cenu. To dáva možnosť budúceho rastu ich ceny a prípadného predaja s vidinou výnosu.

Jednotlivé tituly sa podieľajú na súčte celkového výnosu z dividendy nasledovne: EZ 6072 K , Komer ní banka 5076 K , Moneta 27 896 K , O2 6573 K . Výnos z tohto dlhopisu 2,79/29 predstavuje 10 995,96. Celkový výnos teda je 56 612 K .

Pomer investovanej čiastky do tohto portfólia a sú tu výnosov predstavuje 5,66 %. Ak budeme nami zvolené akciové tituly a dlhopis držať po as ex-date, investícia poniesie výnos 5,66 %.

#### 4.4.Portfólio agresívneho investora

Portfólio agresívneho investora pozostáva výlučne z akcií. Dlhopisová zložka do neho nezasahuje. Rovnako sme vylúčili investovanie na dlh, ktoré Siegel zaraďuje pri investíciách v časovom horizonte 10 rokov ako možnosť. (zdroj ) Do tohto portfólia boli zaradené akcie spoločností EZ, Komerčn banka, Moneta, O2, Pegas a VIG.

Tab. 12 Konzervatívne portfólio

(Zdroj: vlastn spracovanie podľa pse.cz)

Ultrakonzervatívny investor	Podiel v portfóliu (%)	Počet akci (ks)	Cena (K )	Vynaložená suma (K )
<b>EZ</b>	<b>15</b>	<b>276</b>	<b>543,50</b>	<b>150 000</b>
<b>Komerčn banka</b>	<b>10</b>	<b>108</b>	<b>925</b>	<b>99 900</b>
<b>Moneta</b>	<b>35</b>	<b>4070</b>	<b>86</b>	<b>350 020</b>
<b>O2</b>	<b>20</b>	<b>699</b>	<b>286</b>	<b>199 914</b>
<b>Pegas</b>	<b>5</b>	<b>57</b>	<b>880</b>	<b>50 160</b>
<b>VIG</b>	<b>5</b>	<b>222</b>	<b>674</b>	<b>149 628</b>

Celkov investcia inla 999 622 K . Najvyšší podiel na vytvorenej súhrnnej celkovej dividende mal titul Moneta, O2 a EZ. Celkov dividenda inla v súhrnnej výške 81 342 K , čo vzhľadom na investovan čiastku znamená dividendov výnos 8,13 %

## ZÁVER

Cie práce bolo vypracovať odporúčanie pre tvorbu investičného portfólia fyzickej osoby. Po zadaní kritérií na výber titulov Pražskej burzy cenných papierov, ktorými bola stabilná výplata dividendy a takisto jej rast alebo aspoň konštantná hodnota oproti roku 2017. Týmto kritériám vyhovovalo 6 akciových titulov. Navyše som do výberu pridal Moneta Money Bank nakoľko jej hospodárske výsledky od vstupu na burzu v roku 2016 boli v súlade so zadanými kritériami.

Nasledovala analýza každého titulu a výpočet hodnôt potrebných k výpočítaniu vnútornej hodnoty akcie. Medzi sledované hodnoty patrila dividendy, dividendový výnos, ROA, ROE, EPS, PE. Mimo toho bolo takisto zisťovaný hospodársky výsledok spoločnosti za rok 2017 a istý zisk.

Zistené hodnoty poslúžili ako súčasný výpočet vnútornej hodnoty akcie, nakoľko kritéria výberu emitentov boli stabilné, alebo rastové dividendy na výpočet vnútornej hodnoty akcie som použil metódu CAPM a následne Gordonov dividendový rastový model, ktorý stanovil vnútornú hodnotu akcie, ktorá bola porovnávaná s reálnou cenou (kurzom) zo dňa 17.4.2018. Na základe porovnania reálnej ceny a vnútornej hodnoty som rozhodol o nadhodnotení, alebo podhodnotení daného titulu.

K odporúčanému zloženiu portfólia som použil Siegelove rozdelenie pomeru medzi dlhopisom a akciovým zložením portfólia. Postupne boli zostavené 3 modely a to ultrakonzervatívny, konzervatívny a agresívny.

V ultrakonzervatívnom modeli má zastúpenie 70% dlhopis 2,7/29, ktorý reprezentuje menej rizikové portfólia. Avšak tam majú zastúpenie akcie EZ, Moneta Money bank a O2.

Konzervatívne portfólio sa skladá z titulov akciových titulov EZ, Komerční banky, Monety Money Bank a O2. Takisto ako v ultrakonzervatívnom je zastúpený 30% dlhopis, avšak už v nižšom pomere.



A nakoniec posledné portfólio, bez dlhopisovej zložky. Tvoria ho iba samotné akciové tituly. Zastúpenie tam našlo 6 emitentov: EZ, Komerční banka, Moneta Money Bank, O2, Pegas a VIG.

Výnosnosti jednotlivých investičných stratégií dosahovali rôzne hodnoty v závislosti na ich zložení. Ultrakonzervatívne portfólio dosiahlo pri 61,1 % držaní dlhopisovej zložky výnosnosť 4,67 %. Konzervatívne portfólio malo obsahovať 41,4 % podiel štátneho dlhopisu oproti akciám, čo v konečnom dôsledku prinieslo výnosnosť 5,66 %. A nakoniec agresívne portfólio bez dlhopisovej zložky, vyskladané výhradne z akciových titulov dosiahlo najvyššiu výnosnosť 8,13 %.

Konečné porovnanie všetkých portfólií, už na prvý pohľad jasne ukazuje úlohu dlhopisovej zložky v portfóliu. Z jej znižujú sa pomerom voči akciám stúpa výnosnosť. To len potvrdilo teoretický predpoklad vyslovený pred zložením jednotlivých portfólií a to že štátne dlhopisy sú pri predpokladanej vyspelej ekonomike štátu bezrizikové, avšak ich výnosnosť je malá. Ako jednoznačne najvýhodnejšie portfólio vyšlo posledné s agresívnou toleranciou rizika, ktoré obsahovalo iba akciové tituly 6 rôznych emitentov.

## ZOZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮV

- (1) REJNU<sup>TM</sup> Old ich. *Finan ní trhy*. 3., roz- vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011. *Ekonomie* (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3.
- (2) VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 2007. ISBN 978-80-7357-297-6.
- (3) REJNU<sup>TM</sup> Old ich. *Finan ní trhy*. 4., aktualiz. a roz- vyd. Praha: Grada, 2014. *Partners*. ISBN 978-80-247-3671-6.
- (4) JÍLEK, Josef. *Finan ní trhy a investování*. Praha: Grada, 2009. *Finan ní trhy a instituce*. ISBN 978-80-247-1653-4.
- (5) JÍLEK, Josef. *Finan ní rizika*. Praha: Grada, 2000. *Finance* (Grada). ISBN 80-7169-579-3.
- (6) GLADI<sup>TM</sup> Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015. *Investice*. ISBN 978-80-247-5375-1.
- (7) GLADI<sup>TM</sup> Daniel. *Nau te se investovat*. 2., roz- vyd. Praha: Grada, 2005. *Finan ní trhy a instituce*. ISBN 978-80-247-1205-5.
- (8) Burza cenný papíru Praha. *Burza cenných papíru Praha* [online]. Praha: Burza cenný papíru Praha, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/o-nas/burza-cennych-papiru-praha/>
- (9) Burza cenný papíru Praha. *Seznam lenu burzy* [online]. Praha: Burza cenný papíru Praha, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/clenove-burzy/seznam-clenu-burzy/>
- (10) Burza cenný papíru Praha. *Popis indexu* [online]. Praha: Burza cenný papíru Praha, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/index-px/cz-px-profile/>
- (11) <sup>TM</sup>TYBR, David, Petr KLEPETKO a Pavlína ONDRÁ KOVÁ. *Za ínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada, 2011. *Finance pro kařídého*. ISBN 978-80-247-3648-8.
- (12) VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer eská republika, 2011. ISBN 9788073576479.
- (13) eská národní banka. *Aktuální prognóza NB* [online]. Praha: eská národní banka, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/#HDP](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#HDP)
- (14) eská národní banka. *Co to je inflace ?* [online]. Praha: eská národní banka, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/faq/co\\_to\\_je\\_inflace.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_inflace.html)

- (15) EZ, *Výroční zpráva* [online]. Praha: EZ, ©2018 [cit. 2018-05-05].  
Dostupné z: <https://www.cez.cz/edee/content/file/investori/vz-2017/vz-2017-cz.pdf>
- (16) Kurzy.cz, *Výnos desetiletého dluhopisu* [online]. Praha: Kurzy.cz, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/>
- (17) Moodys, *Country default and spreads and risk premium* [online]. New York: Moodys, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- (18) Fio.cz, *Investiční výzkum EZ* [online]. Praha: Fio.cz, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: [https://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/204616\\_CEZ\\_nova\\_analyza\\_11\\_2017\\_zmena\\_doporuce\\_ni.pdf](https://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/204616_CEZ_nova_analyza_11_2017_zmena_doporuce_ni.pdf)
- (19) Komerční banka, *Výroční zpráva* [online]. Praha: Komerční banka, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: [https://www.kb.cz/getmedia/425bf81f-1f24-4a0f-a228-45ecd54befb2/KB\\_VZ\\_2017\\_CZ.pdf.aspx](https://www.kb.cz/getmedia/425bf81f-1f24-4a0f-a228-45ecd54befb2/KB_VZ_2017_CZ.pdf.aspx)
- (20) Moneta Money Bank, *Výroční zpráva* [online]. Praha: Moneta Money Bank, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: [https://www.moneta.cz/documents/cz/press/MMB\\_vyrocní\\_zprava\\_2017.pdf](https://www.moneta.cz/documents/cz/press/MMB_vyrocní_zprava_2017.pdf)
- (21) Investičníweb.cz *Komerční banka čeká další rust dividend* [online]. Praha: Investičníweb.cz, ©2018 [cit. 2018-05-05] Dostupné z: <https://www.investicniweb.cz/moneta-money-bank-investicni-doporuceni-od-kb-brezen-2018/>
- (22) O2 Czech republic, *Výroční zpráva* [online]. Praha: O2 Czech republic, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: [https://www.o2.cz/file\\_conver/578990/VZ\\_2017\\_CZ\\_9\\_3.pdf](https://www.o2.cz/file_conver/578990/VZ_2017_CZ_9_3.pdf)
- (23) Pegas Nonwovens, *Výroční zpráva* [online]. Praha: O2 Pegas Nonwovens, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/file/2848/V%C3%BDro%C4%8Dn%C3%AD%20zpr%C3%A1va%202017.pdf>
- (24) VIG, *Annual financial report* [online]. Wien: VIG, ©2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z:

[https://www.vig.com/fileadmin/web/Investor\\_Relations/Annual\\_Reports/Financial\\_Reports/180427 - VIG Annual Financial Report 2017.pdf](https://www.vig.com/fileadmin/web/Investor_Relations/Annual_Reports/Financial_Reports/180427_-_VIG_Annual_Financial_Report_2017.pdf)

- (25) PMI, *Výroční zpráva* [online]. Praha:PMI, ©2018 [cit. 2018-05-05].  
Dostupné z: [https://www.pmi.com/resources/docs/default-source/czech-market/investors-relation/2017/pm\\_vz\\_2017\\_opravena.pdf?sfvrsn=6fee98b5\\_4](https://www.pmi.com/resources/docs/default-source/czech-market/investors-relation/2017/pm_vz_2017_opravena.pdf?sfvrsn=6fee98b5_4)
- (26) SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: b h na dlouhou tra* . Praha: Grada, 2011. Finance (Grada). ISBN 9788024738604.
- (27) Kurzy.cz, *Dluhopis 2,75/29* [online]. Kurzy.cz, ©2018 [cit. 2018-05-05].  
Dostupné z: <https://akcie-cz.kurzy.cz/akcie/st-dluhop-2-75-29-6083/dluhopisy?sf=datumexkupon>

## **ZOZNAM POUŤITÝCH SKRATIEK A SYMBOLOV**

ROA-rentabilita aktív

ROE- rentabilita vlastné kapitálu

PE- pomer trfnej cena akcie a zisku po zdanení na akciu

EPS ó istý zisk po zdanení na 1 akciu

VH -vnútorná hodnota akcie

VIG -Vienna Insurance Group

HDP-hrubý domáci produkt

EBIT- zisk pred zdanením a úrokmi

## ZOZNAM ROVNÍC

Rovnica 1 Rentabilita aktív pre EAT .....	23
Rovnica 2 Rentabilita aktív pre EBIT .....	23
Rovnica 3 Rentabilita vlastného kapitálu .....	23
Rovnica 4 Zisk po zdanení na 1 akciu .....	23
Rovnica 5 Price earning ratio .....	23
Rovnica 6 Vnútoraná hodnota akcie .....	25
Rovnica 7 Požadovaná výnosová miera akcie .....	25
Rovnica 8 Gordonov dividendový diskontný model .....	26
Rovnica 9 Výpočet tempa rastu .....	26

## ZOZNAM OBRÁZKOV

Obr : 1 Rozdelenie finančného trhu .....	12
Obr : 2 Výhľad rastu HDP .....	28
Obr : 3 Inflačný výhľad .....	29
Obr : 4 Vývoj kurzu EZ .....	32
Obr : 5 Vývoj kurzu EZ a PX index).....	32
Obr : 6 Vývoj kurzu Komerčnej banky.....	36
Obr : 7 Vývoj kurzu Komerčnej banky a PX indexu.....	36
Obr : 8 Vývoj kurzu Moneta money bank.....	38
Obr : 9 Vývoj kurzu Moneta Money Bank a PX indexu.....	38
Obr : 10 Vývoj kurzu O2.....	41
Obr : 11 Vývoj kurzu O2 a PX indexu.....	41
Obr : 12 Vývoj kurzu Pegas Nonwovens .....	44
Obr : 13 Vývoj kurzu Pegas Nonwovens a PX indexu .....	44
Obr : 14 Vývoj kurzu VIG .....	46
Obr : 15 Vývoj kurzu VIG a PX indexu .....	47
Obr : 16 Vývoj kurzu Philip Morris .....	49
Obr : 17 Vývoj kurzu Philip Morris a PX indexu .....	49

## ZOZNAM TABULIEK

Tab. 1 Výška dividendy vybraných titulov.....	29
Tab. 2 Hospodárske ukazovatele EZ .....	31
Tab. 3 Hospodárske ukazovatele O2.....	35
Tab. 4 Hospodárske ukazovatele Moneta Money Bank.....	37
Tab. 5 Hospodárske ukazovatele O2 CR.....	40
Tab. 6 Hospodárske ukazovatele Pegas Nonwovens .....	43
Tab. 7 Hospodárske ukazovatele VIG.....	45
Tab. 8 Hospodárske ukazovatele Philip Morris .....	48
Tab. 9 Doporučené zloženie portfólia .....	50
Tab. 10 Ultrakonzervatívne portfólio .....	52
Tab. 11 Konzervatívne portfólio .....	53
Tab. 12 Konzervatívne portfólio .....	54



## **ZOZNAM PRÍLOH**

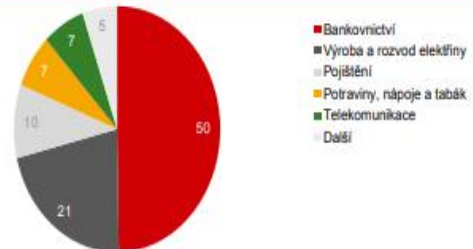
Príloha 1: Sektorové podiely na zlofení indexu PX

Príloha 1: (Zdroj: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/index-px/cz-px-profile/>)

#### TOP 5 BAZICKÝCH EMISÍ

CEZ	21,5%
KOMERČNÍ BANKA	20,0%
ERSTE GROUP BANK	19,7%
MONETA MONEY BANK	10,0%
VIG	9,7%

#### SEKTOROVÉ PODÍLY (%)



#### DALŠÍ INFORMACE