

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Bakalářská práce

**Analýza akcie Microsoft inc. s využitím firemní
fundamentální analýzy**

Jiří Pillár

© 2015 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra obchodu a financí

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Jiří Pillár

Podnikání a administrativa

Název práce

Analýza akcie Microsoft s využitím firemní fundamentální analýzy

Název anglicky

Microsoft Shares Analysis Using Fundamental Company Analysis

Cíle práce

Zhodnotit akcii společnosti Microsoft, a. s. na základě vybraných ukazatelů firemní fundamentální analýzy.

Metodika

Kompilace a komparace poznatků z odborných pramenů (charakteristika akcie, fundamentální analýza akcií). Charakteristika ukazatelů firemní fundamentální analýzy (rentabilita, aktivita, zadluženost) a základních ukazatelů kapitálového trhu (dividendový výplatní poměr, EPS, P/E, M/B). Výpočet daných ukazatelů. Vyhodnocení a závěr.

Doporučený rozsah práce

30 – 40 stran

Doporučené zdroje informací

DAMODARAN A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, Wiley; 2 edition (August 4, 2006), ISBN-13: 978-0471751212.

ISBN 978-80-247-2963-3.

JÍLEK, J. Akciové trhy a investování. Praha: Grada Publishing, 2009. 656 s.

MLČOCH J. Oceňování podniku 1. vyd. Praha: Linde Praha, a. s., 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2008. 689 s. ISBN 978-80-247-2481-2.

VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. 2. vyd. Praha: ASPI, 2007. 789 s. ISBN 978-80-7357-297-6.



Předběžný termín obhajoby

2015/06 (červen)

Vedoucí práce

Ing. Jana Žehrová

Elektronicky schváleno dne 29. 9. 2014

Ing. Helena Čermáková, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2014

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 08. 03. 2015

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Analýza akcie Microsoft inc. s využitím firemní fundamentální analýzy" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 15.3.2015

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval paní Ing. Janě Žehrové za vedení, organizaci a cenné rady, kterými přispěla k vypracování této bakalářské práce. Dále bych rád poděkoval své rodině za jejich plnou podporu a to jak během psaní této práce, tak také během celého mého studia.

„ Riskuje pouze ten, kdo neví co dělá “

Warren Buffet

Analýza akcie Microsoft inc. s využitím firemní fundamentální analýzy

Microsoft inc. Shares Analysis Using Fundamental Company Analysis

Souhrn

Předložená bakalářská práce se zabývá firemní fundamentální analýzou, jakožto jedním z nejkompexnějších a nejoblíbenějších analytických přístupů k ohodnocení akcií¹. Jejím cílem je zjištění vybraných ukazatelů ke zhodnocení vybrané akcie. Na základě hodnot těchto ukazatelů je možno určit, zdali je konkrétní akcie podhodnocena, nadhodnocena, anebo správně ohodnocena, a vydat konečné investiční doporučení. Konkrétní využití metod firemní fundamentální analýzy je prezentované na praktických příkladech za použití dat společnosti Microsoft Inc.

První část zkoumá problematiku akcií, jejich členení, druhy, povinnosti spojené s držbou a výhody a nevýhody jejich držení pro investora i emitenta. Druhá část se zabývá fundamentální analýzou z teoretického pohledu, a jejími odlišnostmi od technické a psychologické analýzy, tyto další přístupy také stručně definuje. Třetí část využívá teoretické

¹ GRAHAM, Benjamin a David L DODD. Security analysis: principles and technique. 3rd ed. New York: McGraw-Hill, c2005, xiii, 770 p. ISBN 00-714-4820-9.

poznatky z předcházejících kapitol bakalářské práce k aplikaci na akciové společnosti Microsoft Inc, a provádí investiční doporučení.

Summary

Submitted bachelor thesis deals with company fundamental analysis, as one of the most complex and the most preferred analytical approaches to analyze stocks. The goal is to derive key ratios to evaluate a certain stock. Based on these key ratios we can evaluate the stock and determine whether the stock is underpriced, overpriced or priced properly. Certain methods of evaluating a security are performed using data provided by Microsoft Inc.

The first part focuses on capital stock, types of stock, stock derivatives, shareholders and their rights, and advantages and disadvantages of holding shares. The second part explores the theory of fundamental analysis, differences between fundamental analysis and technical and behavior analyses, and defines these two approaches. In the last part the corporate fundamental analysis is performed on present data provided by Microsoft Inc. and an investment recommendation is given.

Klíčová slova: Akcie, jmenovitá hodnota, kurz, zisk, podíl na zisku, dividendové krytí, ukazatel P/E, ukazatel M/B, rentabilita

Keywords: Share, nominal value, exchange rate, revenue, profit-sharing, dividend cover, P/E ratio, M/B ratio, interest coverage ratio, profitability

Obsah

CÍL PRÁCE A METODIKA.....	11
1. AKCIE	12
2. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA CENNÝCH PAPÍRŮ	17
2.1. GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	19
2.2. ODVĚTVOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	20
2.3. FIREMNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	22
2.4. TECHNICKÁ ANALÝZA	28
2.5. PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA	29
3. MODELOVÝ PŘÍKLAD	31
3.1. PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	31
3.2. VÝPOČET VSTUPNÍCH HODNOT A VYBRANÝCH UKAZATELŮ ..	33
4. ZÁVĚR	40
5. PŘÍLOHY	41
6. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	42
7. SEZNAM OBRÁZKŮ	43
8. SEZNAM TABULEK	43

ÚVOD

Vznik peněz a s nimi spojená vidina bohatství ovlivnily celou lidskou společnost. Ziskuchtiví investoři se neváhají vzdát svých finančních prostředků na finančním trhu v naději, že možná již brzy začnou dosahovat příznivých výnosů, kdy budoucí hodnota investičních instrumentů převyší hodnotu současnou. Ani dnes, v době vyspělého technologického pokroku a široké škály dostupných poznatků, však neexistují ustálené modely rozhodování, které by zaručovaly výběr úspěšné investiční strategie.

Odborníci v oblasti investování se v současnosti nejvíce orientují na tři analytické přístupy k ohodnocování akcií, konkrétně jde o fundamentální, technickou a psychologickou analýzu.

Všestrannou fundamentální analýzu považují odborníci za nejvyužívanější způsob ohodnocování akcií. Pro zpracování jsem se rozhodl z důvodu zájmu o získání širších poznatků o analytickém přístupu, který je díky rozmanitým metodám schopný identifikovat špatně oceněné akcie na trhu, čímž nabízí investorovi možnost profitovat z podhodnocených akcií, jejichž aktuální tržní kurz je nižší, než jejich vnitřní hodnota.

V bakalářské práci je vyvíjeno úsilí, směřující k naplnění hlavního cíle, kterým je vysvětlit princip fungování fundamentální analýzy cenných papírů, a to jak teoreticky, tak také prakticky. Úspěšný výsledek ve vztahu k hlavnímu cíli má být dosažen díky několika parciálním cílům. Například výběr kvalitní odborné literatury a systematické třídění získaných poznatků umožní jednoduchou a rychlou orientaci v problematice, a odpovídající technické a technologické vybavení pomůže při zpracování díla do konečné podoby.

Bakalářská práce je členěna na jednotlivé kapitoly, které tématikou spadají převážně do teoretické roviny, akvšak v poslední kapitole je zastoupena také praktická analýza zkoumané problematiky. Teoretická část představuje ucelený a systematicky uspořádaný soubor informací, získaných na základě studia odborných publikací a článků. Názornost a srozumitelnost textu je podpořena množstvím obrázků, matematických vzorců a příloh. Využitím ukazatelů firemní fundamentální analýzy při ohodnocování akcií vybrané společnosti se zabývá praktická část bakalářské práce.

Po krátkém úvodu je první kapitola charakteristikou a kategorizací akcií, jakožto nevyhnutelným předmětem obchodování na burzách cenných papírů.

Úlohou druhé kapitoly je stručné představení technické a psychologické analýzy, podstatně větší část je však věnována rozboru hlavního tématu bakalářské práce, tedy fundamentální analýze cenných papírů.

Na modelovém případu je ve třetí kapitole vysvětlené používání uvedeného analytického přístupu v praxi. Na závěr jsou vyhodnocené výsledky a poznatky, získané během psaní bakalářské práce.

Věřím, že moje práce přinese čtenářům užitek v podobě jednoduché a srozumitelné orientace v zákonitostech fungování a praktickém využití firemní fundamentální analýzy akcií.

CÍL PRÁCE A METODIKA

Cílem práce „Analýza akcie Microsoft inc. s využitím firemní fundamentální analýzy“ je na základě teoretických znalostí z nastudované literatury charakterizovat akcie. Vysvětlit jejich podstatu, popsat jaké akcie existují, jaké jsou s jejich držetím spjaté výhody a nevýhody pro investora i emitenta a jaká jsou základní práva spojena s držetím akcií. Dalším cílem je charakteristika ukazatelů firemní fundamentální analýzy a základních ukazatelů kapitálového trhu. Konkrétně jde o ukazatele rentability, aktivity a zadluženosti, a dále o dividendový výplatní poměr, EPS a ukazatele P/E a M/B. V praktické části autor práce stanoví a zhodnotí jmenované ukazatele a to v průběhu posledních 5 let na základě výročních zpráv společnosti. V návrhové části je cílem využít teoretické poznatky společně s výslednými ukazateli a provést investiční doporučení.

Ukazatelé rentability přináší obraz o celkové efektivitě podnikání a to porovnáním zisku a zdrojů k němu použitých. Ukazatelé zadluženosti slouží jako indikátory podstupovaného rizika. Ukazatelé kapitálového trhu

Tato práce byla zpracována na základě studia odborných pramenů popisujících koncepce investování a finančních trhů. Po nastudování teorie autor práce uspořádal získané znalosti do souvislého textu. Odborná literatura je napsána jak českými autory, kteří se odkazují na zahraniční tituly, tak přímo zahraničními autory. Souhrnně jsou literární a internetové zdroje uvedeny v seznamu použitých zdrojů v kapitole 5.

1. AKCIE

Akcie jsou nejvýznamnějším reprezentantem skupiny majetkových cenných papírů. Vyznačují se nekonečnou dobou splatnosti a jsou předmětem obchodování na kapitálových trzích.

Emitentem akcií je *akciová společnost*, která v současné době dominuje nad ostatními právními formami podnikání. Základní kapitál společnosti (podle zákona č 90/2012 Sb. o obchodních korporacích minimálně 2 000 000 Kč, nebo 80 000 EUR v případě vedení účetnictví v eurech) se získává emisí a prodejem určitého počtu akcií v určité jmenovité hodnotě. "Součet jmenovitých hodnot všech emitovaných akcií je roven výši základního kapitálu akciové společnosti".²

Akciovou společnost může na základě společenské smlouvy ve formě notářského zápisu založit jediný zakladatel, a to právnická či fyzická osoba. K založení je potřeba pouze přijetí stanov zakladatelem či zakladateli. Vznik akciové společnosti se datuje ke dni jejího zápisu do obchodní rejstříku, který proběhne na základě návrhu podaného všemi členy představenstva, a to do 6 měsíců od založení, pokud stanovy neurčí jinou lhůtu. Dále je nutné prokázat upsání akcií v celkové hodnotě základního kapitálu a alespoň 30% z nich musí být i reálně splacených v peněžních nebo jiných nepeněžních hodnotách.

Na činnosti a organizaci akciové společnosti se zúčastňují tři povinně zřizované orgány. Největší pravomoci připadají *valné hromadě*, kde akcionáři vykonávají své právo podílet se na řízení společnosti. Kromě jiných podstatných záležitostí spadá do jejich působnosti také volba členů představenstva a dozorčí rady, či schvalování stanov, jinými slovy vnitřních předpisů, které regulují a usměrňují činnost společnosti. Úlohou *představenstva*, jakožto statutárního orgánu společnosti, je řídit organizaci v souladu se stanovami a pokyny valné hromady. Nad činností představenstva dohlíží *dozorčí rada*, která je povinná informovat valné shromáždění o výsledcích své práce.

Důležitým charakteristickým znakem akciové společnosti je skutečnost, že zatímco společnost ručí za svoje závazky celým svým majetkem, akcionářů se porušení závazků společnosti nedotýká.

² VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Zákon č 90/2012 Sb. o obchodních korporacích, § 256 uvádí následující definici: „Akcíe je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.“ Na základě uvedené charakteristiky je možno vymezit několik základních práv spojených s držením akcií:

- a) *Právo akcionáře účastnit se na řízení akciové společnosti prostřednictvím valné hromady* (přímá účast nebo účast v zastoupení, hlasování, předkládání návrhů, přístup k informacím, volba orgánů společnosti). Počet hlasů, kterými se může akcionář podílet na vedení akciové společnosti, je určený na základě jmenovité hodnoty jeho akcií (zpravidla připadá na jednu akcii jeden hlas).
- b) *Právo akcionáře na podíl ze zisku společnosti, tedy dividendu*. O její výši rozhodne valná hromada na návrh představenstva, v souladu s platnými stanovami akciové společnosti, nebo podle podílu investorových akcií ve vztahu k hodnotě základního jmění celé společnosti. Hospodářský výsledek za účetní období musí být nejdříve snížený o daňové platby, příspěvky do zákonných rezervních fondů a jiných fondů společnosti, ale také o neuhrazené ztráty z minulých let. Až poté mohou účastníci valné hromady zvažovat, zda zbylý zisk vyplatí v podobě dividend nebo ho využijí na jiné účely. Ze zisku se kromě dividend vyplácí i tzv. tantiémy, jakožto odměny pro členy dozorčí rady a představenstva. O jejich výši opět rozhoduje valná hromada.
- c) *Právo akcionáře podílet se na likvidačním zůstatku* při zániku akciové společnosti a po uspokojení všech jejich věřitelů znamená, že si majitel akcie může nárokovat vyplacení podílu ze zůstatku po likvidaci společnosti v takové míře, která odpovídá hodnotě jeho akcií ve vztahu k jmenovité hodnotě celého základního kapitálu.
- d) *Právo akcionáře na využití přednostního nákupu akcií* v případě, že se akciová společnost rozhodla zvýšit hodnotu základního kapitálu upisováním nových akcií. Tzv. předkupní právo je bezplatné a umožňuje akcionářům udržet si svůj podíl na základním kapitálu společnosti a na hlasech na valné hromadě.

Za nejdůležitější povinnost majitele akcie se považuje splacení hodnoty emisního kurzu upsaných akcií. Lhůta splatnosti je určená ve stanovách, nesmí však přesáhnout jeden rok od vzniku společnosti. Za případné zpoždění platby se investorovi účtuje úrok a krajním případem může dojít až k jeho vyloučení ze společnosti.

Odlišné zájmy vlastníků a managementu jsou v akciové společnosti často zdrojem konfliktů. Společnost patří akcionářům, správa jejich majetku je však svěřená do rukou manažerů, kteří požadují co největší odměnu za svoje úsilí. Akcionáři v pozici majitelů společnosti však preferují řízení orientované na vytváření podmínek pro dlouhodobou

ziskovost a stabilitu firmy, což je předpokladem maximalizace tržní hodnoty akciové společnosti, a tím také bohatství vlastníků.

Akcie, tak jako mnohé jiné cenné papíry, můžeme rozlišovat podle různých kritérií, jak je uvedeno v tabulce 1-1.

Tabulka 1-1 Klasifikace akcií

Z hlediska práv a povinností:	Z hlediska podoby:
- kmenové akcie - prioritní akcie - kusové akcie - akcie se zvláštními právy	- zaknihované - listinné
Z hlediska formy, resp. převoditelnosti:	Z hlediska termínu emise:
- na doručitele - na jméno	- nové - staré
Z hlediska tržní ceny akcie:	Z hlediska citlivosti:
- těžké akcie (s vysokým kurzem) - střední akcie (s průměrným kurzem) - lehké akcie (s nízkým kurzem)	- cyklické akcie - defenzivní akcie - růstové akcie

Zdroj: vlastní zpracování podle POLOUČEK, S. a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*

S vlastnictvím *kmenových akcií* jsou spojena všechna výše uvedená práva akcionářů. Jde o základní druh akcií, které jsou nejvíce vystavovány rizikům v souvislosti s podnikáním akciové společnosti. V případě *prioritních akcií* jsou majitelé při vyplácení dividend uspokojováni před majiteli kmenových akcií. Přednost před kmenovými akciemi mají ty prioritní i při vyrovnávání v případě likvidace akciové společnosti. Množství tohoto druhu akcií je však zákonem omezené v tom smyslu, že jejich celková jmenovitá hodnota nepřesáhne 90% základního kapitálu, a to z toho důvodu, že majitelům je často upíráno hlasovací právo na valné hromadě. Zákon o obchodních korporacích nově zavádí tzv. *kusové akcie*. Ty na rozdíl od kmenových a prioritních akcií nemají jmenovitou hodnotu, ale představují stejné podíly na základním kapitálu společnosti. Logicky poté vyplývá nemožnost současného vydání tohoto druhu akcií a akcií se jmenovitou hodnotou. Nicméně je možné, na základě rozhodnutí valné hromady o změně stanov, provést změnu akcií se jmenovitou hodnotou na akcie kusové a naopak.

Akcie na jméno mohou mít podobu listiny, nebo elektronického zápisu. Smluvně podložený převod listinného cenného papíru se provádí rubopisem (indosamentem) a

následným fyzickým odevzdáním, dematerializované akcie na jméno se provádí změnou registrovaných údajů v centrálním depozitáři. Převoditelnost takovýchto akcií může být částečně omezena stanovami společnosti. Pokud je k převodu akcie potřebný souhlas dozorčí rady nebo představenstva, jedná se o vinkulovanou akcii, jinak řečeno akcii na jméno s omezenou převoditelností. Akciová společnost si v případě akcií na jméno vede neveřejný seznam akcionářů, a má tak přehled a majitelích svých podílů. U *akcií na doručitele* připouští české právní předpisy od 1. 1. 2014 pouze zaknihovanou formu a jejich převoditelnost nemůže akciová společnost žádným způsobem regulovat.

Zaknihované akcie nemají fyzickou podobu na rozdíl od listinných, které se skládají z pláště a kuponového archu s talónem. Plášť dokumentu je potvrzením vlastnického podílu majitele v akciové společnosti a představuje hlavní část cenného papíru, obsahující zákonem stanovené náležitosti akcií³:

- označení, že jde o akcii
- jednoznačnou identifikaci společnosti
- jmenovitou hodnotu
- označení formy akcie, ledaže akcie nebyla vydána jako zaknihovaný cenný papír
- u akcie na jméno jednoznačnou identifikaci akcionáře
- údaje o druhu akcie, popřípadě i s odkazem na stanovy

Kmenové akcie nemusí obsahovat údaje o druhu. Kusová akcie musí obsahovat označení "kusová akcie".

Kupónový arch je cenným papírem, jehož součástí je deset až třicet kuponů, sloužících jako poukázky na vyplacení dividendy. Listina je zakončena talónem, na jehož základě je majiteli akcie vydán nový kupónový arch. Talón, nicméně nepatří do skupiny cenných papírů.

Z vlastnictví akcií vyplývá pro emitenty i investory široké spektrum výhod i nevýhod, jak je uvedeno v tabulce 1-2.

³ Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, § 259

Tabulka 1-2 Výhody a nevýhody akcií pro investora a emitenta

Výhody pro investora	Nevýhody pro investora
<ul style="list-style-type: none"> - z investice do akcie může investor dosáhnout kapitálového zisku - akcionář inkasuje důchod v podobě dividendy, je-li vyplácena - existuje omezené ručení, neboť akcionář neručí za závazky akciové společnosti - akcionář má možnost podílet se na řízení akciové společnosti, účastnit se valné hromady a zde hlasovat - akcionář má právo na likvidační zůstatek společnosti - akcionář má předkupní právo na nákup nových akcií v případě jejich emise - u obchodovatelných akcií je zajištěna likvidita - investice do akcií může představovat anonymní formu investování 	<ul style="list-style-type: none"> - z investice do akcie může investor dosáhnout kapitálové ztráty - akcionář získává nulový důchod v případě, kdy valná hromada rozhodne o nevyplácení dividendy - ve společnosti se může projevovat konflikt zájmů mezi managementem a akcionáři - minoritní vlastník má z praktického hlediska omezenou možnost zasahovat do řízení firmy - akcionář nemá nárok na vrácení svého vkladu - může docházet k vysokému zdanění kapitálových zisků a dividend - u neobchodovatelných akcií je nízká likvidita - obchodování s malým počtem kusů akcií je spojeno s vysokými transakčními náklady
Výhody pro emitenta	Nevýhody pro emitenta
<ul style="list-style-type: none"> - základní kapitál získaný na základě emise a prodeje akcií je emitentovi k dispozici na neomezeně dlouhý čas, jelikož s akciemi není spojené právo zpětného odkupu - vydáváním akcií může akciová společnost naakumulovat velké množství finančních prostředků k financování svých činností - rozhodnutí o rozdělení části zisku akcionářům je v plné kompetenci valné hromady, a v neúspěšných letech tak nemusí být vypláceny dividendy - emisí nových akcií roste hodnota základního kapitálu, což pozitivně ovlivňuje rozvahu a úvěruschopnost akciové společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> - majitelé akcií jsou oprávněni zasahovat a účastnit se na řízení společnosti - s vydáváním akcií a plněním informačních povinností vůči akcionářům jsou spojené vysoké náklady - v letech s dobrým hospodářským výsledkem by se měly dividendy vyplácet - koupí akcií může investor za určitých okolností získat většinový podíl na základním kapitálu společnosti, s čímž souvisí disponování větším počtem hlasů na valné hromadě

Zdroj: vlastní zpracování podle POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2009, xviii, 414 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.

2. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA CENNÝCH PAPÍRŮ

Podstatou úspěchu každé investice je koupě takového cenného papíru, který investorovi poskytuje atraktivní příležitosti k dosažení kapitálového zisku. Přijímání správných rozhodnutí v procesu investování je podmíněné poznáním rozhodujících faktorů, které determinují směřování dynamicky se rozvíjejícího investičního prostředí. Snad největší zájem investorů a profesionálních analytiků poutají pohyby kurzů cenných papírů na kapitálových trzích. Množství různých metod k hodnocení uvedené problematiky je obsahem fundamentální, technické a psychologické analýzy. V důsledku omezeného rozsahu bakalářské práce jsou tyto přístupy vysvětleny pouze ve vztahu k akciovým titulům.

Fundamentální analýza je velmi oblíbeným přístupem k rozboru cenných papírů, protože se snaží odhadnout potenciál výnosnosti jednotlivých emisí a na základě toho usměrňuje investora při výběru vhodných akcií do investičního portfolia.

Klíčovým pojmem fundamentální analýzy je tzv. vnitřní hodnota. Tu je možno charakterizovat jako kurz, či skutečnou hodnotu cenu daného instrumentu, které se mění v závislosti na aktuální situaci emitenta, resp. akciové společnosti. Tržní kurz akcií, který je na základě nabídky a poptávky pravidelně zveřejňovaný burzou cenných papírů, více nebo méně osciluje okolo vnitřní hodnoty. V případě, že je vnitřní hodnota vyšší než tržní hodnota, hovoříme pak o akcii podhodnocené, což je pro investora signálem ke koupi cenného papíru. V budoucnu se dá totiž očekávat růst tržní ceny, v důsledku čehož se cenný papír zhodnotí a jeho majitel tak bude mít možnost profitovat z rozdílu mezi vyšší prodejní a nižší nákupní cenou. Opačný scénář se typický pro nadhodnocené akcie. Burzou stanovený kurz totiž převyšuje jejich skutečnou hodnotu, což je předzvěstí budoucího poklesu tržní ceny a znehodnocení instrumentu, proto se investoři kvůli obavě ze ztráty takovýmto titulům zdaleka vyhýbají.

Hlavním cílem fundamentální analýzy je identifikace podhodnocených a nadhodnocených a správně ohodnocených akcií na trhu, přičemž největší význam hraje kalkulace vnitřní hodnoty a její porovnání s tržním kurzem daného instrumentu. Je nutné však podotknout, že bezchybný odhad vnitřní hodnoty cenného papíru je mimořádně problematický, ba dokonce nemožný. Skutečnou cenu akcie totiž kromě fundamentálních faktorů ovlivňuje také množství psychologických činitelů, s kterými fundamentální analýza nepočítá. Nepřesné určení vnitřní hodnoty tak může vyvolat mylné iluze o existenci

podhodnocených nebo nadhodnocených investičních instrumentů, od čehož se následně odvíjí vztah mezi jejich nabídkou a poptávkou, a tedy i neadekvátní vývoj tržního kurzu.

Využití fundamentální analýzy je omezené na střednědobé a dlouhodobé investice, protože „ve velmi krátkém období je vnitřní hodnota víceméně konstantní“⁴. Tržní kurz nemá tendenci výrazných výkyvů, v důsledku čeho se podhodnocené anebo nadhodnocené tituly nedají na trhu prakticky identifikovat.

Součet kurzů akcií odráží tržní hodnotu emitující společnosti, která je významným činitelem ovlivňujícím rozhodování potencionálních investorů. Pozornost fundamentální analýzy je proto při určování skutečné ceny akcií upírána na rozsáhlé spektrum makroekonomických i mikroekonomických fundamentálních faktorů, které působí na její vývoj.

Tabulka 2-1 Fundamentální faktory

Globální fundamentální faktory	Odvětvové fundamentální faktory	Firemní fundamentální faktory
<ul style="list-style-type: none"> - reálný výstup ekonomiky - fiskální politika - monetární politika - úrokové sazby - inflace - vývoj na světových akciových trzích - politické a ekonomické události 	<ul style="list-style-type: none"> - životní cyklus odvětví - citlivost odvětví na hospodářský cyklus - tržová struktura odvětví - vládní regulace v odvětví 	<ul style="list-style-type: none"> - ziskovost a rentabilita společnosti - zadluženost - aktivita - dividendová politika - kvalita vedení - goodwill a tradice společnosti - postavení firmy na domácím a zahraničním trhu

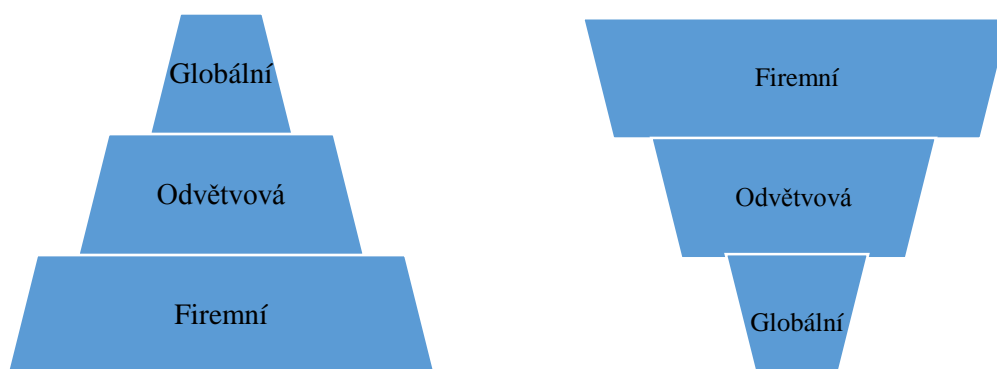
Zdroj: vlastní zpracování podle VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6..

Jak je možno vidět v tabulce 2-1, uvedené determinující činitele se analyzují na třech úrovních – *globální fundamentální analýza, odvětvová fundamentální analýza, firemní fundamentální analýza*. V této souvislosti lze postupovat při rozboru dvěma základními způsoby. V obrázku 2-1 je možno vidět, že analýza shora dolů začíná vyhodnocovat data na globální úrovni a následně z nich odvozuje informace na odvětvové a podnikové úrovni.

⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-86929-70-5.

Tímto způsobem se vysvětluje, jak determinuje celková finanční a hospodářská situace v ekonomice daného státu vývoj jednotlivých odvětví a firem. Analýza zdola nahoru zase začíná na nejnižší úrovni, jinými slovy hodnotí míru vlivu, jakou se stav podniku odráží na situaci v odvětví a vývoji globální ekonomiky.

Obrázek 2-1 Top down analýza a Bottom up analýza



Zdroj: vlastní zpracování podle VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

2.1. GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Makroekonomické činitele jsou „nejvýznamnější skupinou faktorů, které ovlivňují akciové kurzy“⁵. Na této úrovni se fundamentální analýza pokouší odpovědět na otázku, jak se odráží vývoj globální ekonomiky na vnitřní hodnotu cenných papírů. Za tímto účelem se na základě historických a současných informací identifikují vztahové vazby mezi makroekonomickými ukazateli a vývojem skutečných cen akcií.

V dlouhodobém časovém horizontu se akciové kurzy pohybují v souladu s vývojem ekonomiky, to znamená, že rostou v období expanze a klesají v případě ekonomické recese. Střednědobé a krátkodobé ceny akcií však ekonomický vývoj zpravidla o několik měsíců předbíhají. Je to způsobené tím, že investoři se snaží předvídat růst hrubého domácího produktu, což ovlivňuje jejich chování a reakce na akciových trzích. Vzestupné tendence ve vývoji kurzů akcií následně vyvolávají optimistické pocity, podněcující rozvoj investiční a podnikatelské aktivity, v důsledku čehož prosperuje celá globální ekonomika.

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

Uplatňovaná fiskální politika vlády má také na vnitřní hodnotu akcií převážně negativní účinky. Vyšší míra zdanění zisků firmám odčerpává zdroje, které mohly být použity na výplatu dividend a investování. Vývoj tržní hodnoty společnosti stagnuje, a poptávka po jejich akciích klesá. Jiným příkladem je krytí deficitu státního rozpočtu prostřednictvím emise státních dluhopisů, tak jak jsme se s tím v minulých letech mohli setkat. Tyto instrumenty jsou výhodně úročené a navíc je s nimi spojené minimální investiční riziko, neboť jejich splatnost garantuje stát. Mnoho investorů za takovýchto podmínek vstupuje na trhy dluhopisů na úkor trhů akcií, v důsledku čehož klesá poptávka po akciích.

Mezi nejdůležitější faktory pozitivně působící na vývoj akciových kurzů patří peněžní nabídka, jakožto výsledek monetární politiky realizované státem. Větší množství peněz v oběhu vede k růstu poptávky po rizikovějších akciových titulech. Děje se tak proto, že investoři mají k dispozici více přebytečných zdrojů a cítí se bohatší. Kromě toho, zvýšení peněžní nabídky provází pokles úrokových sazeb, díky čemuž mohou firmy získávat levnější kapitál na financování investic, a jejich tržní hodnota a hodnota akcií rostou.

V poslední letech se na základě mnohých ekonomických studií potvrdilo, že světové akciové trhy jsou navzájem úzce propojeny, a příznivý vývoj v zahraničí často vyvolává pozitivní investiční náladu i na domácích trzích. Kromě toho, vyspělé státy mezi sebou otvírají trhy, čímž boří jakékoliv bariéry bránící pohybu mezinárodního kapitálu. Příliv takového kapitálu ze zahraničí způsobí růst cen domácích titulů, naopak odliv zahraničních zdrojů bude mít v tomto směru negativní účinky.

V neposlední řadě, vlivem neočekávaných politických a ekonomických událostí často dochází k dlouhodobé destabilizaci ekonomického i celospolečenského vývoje. Pokud je situace na akciových trzích poznamenána pesimismem a nejistotou, jsou investoři ochotni investovat jen za vyšší rizikovou prémii, tedy vyšší očekávaný výnos. V důsledku toho vnitřní hodnota akcií klesá, což se dále negativně odráží poklesem poptávky po těchto instrumentech a na jejich tržních cenách.

2.2. ODVĚTOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Akciová společnost existuje a účinkuje v rámci určitého odvětví, které výrazně působí na její tržní hodnotu, a tedy i na skutečnou cenu jejích akcií. Právě proto musí fundamentální analýza při obchodování akciových instrumentů zohledňovat i specifické odvětvové faktory.

Významným determinantem vývoje odvětví je nepochybně životní cyklus. Jednotlivé fáze jsou charakteristické diametrálně odlišnými vlastnostmi. Pionýrská fáze se v odvětví projevuje významným nárůstem poptávky po nových nebo inovativní produktech. Společnosti mohou dosahovat rekordních zisků, ty však s příchodem nových konkurentů neustále klesají. „V odvětvích se velmi rychle mění relativní postavení jednotlivých firem na trhu“.⁶ Potencionální investor je tak vystaven riziku, jelikož akciové společnosti nemají na trhu stabilní pozici a prognóza jejich vývoje je tak problematická. V rozvojové fázi lze v odvětví identifikovat už jen ty firmy, které dokázaly přežít nástrahy úvodní fáze cyklu. Poptávka po jejich produktech se dále udržuje na relativně vysoké úrovni, jejich podíly na odvětvovém trhu rostou, a fluktuace tržeb a zisku se stabilizuje. Investiční riziko je v této etapě nižší. Životní cyklus odvětví se uzavírá fází stabilizace. Určitým subjektům na trhu patří dominantní místo, výsledkem čeho jsou vysoké a stabilní zisky a nízká volatilita v cenách akcií. Odvětví však nedokáže růst nekonečně dlouho. Klesající poptávce se postupně přizpůsobí ceny výrobků a služeb, což negativně ovlivňuje ziskové marže, a tím pádem i tržní hodnotu firem. Tento stav může vyústit celkovým útlumem aktivity v odvětví, nebo být impulzem k oživení, které nastartuje novou pionýrskou fázi životního cyklu odvětví.

Dalším významným faktorem, který působí na vývoj vnitřní hodnoty akcií společnosti, je tržní struktura odvětví. Monopolní odvětví jsou ovládaná jedinou dominantní společností, která je před konkurencí bráněna prakticky nepřekonatelnými bariérami. Její pozici tedy nemůže nikdo ohrozit, což se projevuje vysokými a stabilními zisky. V oligopolní struktuře existuje několik firem s velmi stabilní pozicí na trhu. Ty mohou být v malé míře ovlivňovány konkurencí, neboť vstup do odvětví je poměrně přísně regulovaný, nebo finančně náročný. Odvětví, ve kterých se žádná z firem dlouhodobě neliší od ostatních konkurentů, jsou znakem monopolistické konkurence. Zisky takových akciových společností se v tomto případě vyznačují vysokou nestálostí a proměnlivostí, což se odráží i na vývoji akciových kurzů. Čistě teoretickým modelem tržní struktury by mohla být dokonalá konkurence, v rámci které žádná z firem nemůže získat dominantní postavení na trhu, neboť všichni

⁶ MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-86929-70-5.

konkurenti prodávají identický, stejně oceněný produkt. Zisky společnosti jsou tak odvíjejí čistě od nabídky a poptávky, a predikce vývoje je tak nemožná.

Jednotlivé akciové společnosti jsou v závislosti na odvětví, ve kterém působí, regulované různými vládními opatřeními. Státní regulace může být například zaměřená na ochranu firem v odvětví před nežádoucí konkurencí, určování maximálních cen některých produktů, ochranu životního prostředí, dotace a subvence, a podobně. V závislosti na povaze regulačního opatření můžou vládní zásahy pozitivně, nebo negativně působit na tržní hodnotu společnosti a vnitřní hodnotu akcií.

2.3. FIREMNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Poslední úroveň fundamentální analýzy, nazývaná také analýzou jednotlivých titulů, je zaměřená na studium podstatných firemních faktorů, jejichž působení se odráží na vnitřní hodnotě akcií dané společnosti. Nejvýznamnějším determinantem je přitom úroveň rentability, která je v různé míře ovlivňována ostatními firemními ukazateli.

Hlavní cílem analytiků je vyčíslit skutečnou cenu akcií společnosti, aby jí následně porovnali s jejich tržním kurzem, a identifikovali tak podhodnocené tituly. K tomu jim slouží široká škála exaktních metod a modelů, které využívají vstupní údaje z finančních výkazů, jako jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow apod., statistik a budoucích prognóz vývoje společnosti. Zde se však investor často střetává s komplikacemi v podobě nedostupnosti, případně nízké věrohodnosti potřebných informací.

Ukazatelé rentability

Rentabilita obecně znamená schopnost podniku vytvářet nové zdroje, tedy zisk, využitím investovaného kapitálu. Ukazatelé rentability přináší obraz o efektivitě podnikání a s jejich pomocí je možné určit, zdali je efektivnější pracovat s vlastními prostředky nebo cizím kapitálem. Obecně je chápána jako porovnání celkového zisku s výší podnikových zdrojů využitých k jeho dosažení.

Rentability aktiv definuje, jak efektivně je ve firmě vytvářen zisk, a to bez ohledu na to, z jakých zdrojů je tento zisk tvořen. Zdali se jedná o vlastní zdroje (vklady akcionářů, kapitálové fondy, fondy ze zisku) nebo zdroje cizí (bankovní úvěry, krátkodobé či dlouhodobé pohledávky). Jedná se o jeden ze základních ukazatelů, užívaných ke komplexnímu posouzení podniku jako celku, ale také k investičnímu rozhodnutí, kdy

hodnotíme podniky mezi sebou. Nicméně je třeba mít napaměti, že pro efektivní porovnání musí porovnávané podniky operovat ve stejném odvětví.

$$\text{Rentabilita aktiv (ROA)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{celková aktiva}}$$

Rentabilita vlastního kapitálu následně definuje, jak efektivně jsou zhodnocovány prostředky, které byly do podnikání vloženy akcionáři. Na jejím základě akcionáři zjišťují, zdali vložený kapitál přináší dostatečný výnos, resp výnos odpovídající investičnímu riziku. Je například očekáván výnos vyšší než výnos z terminovaných účtů či státních dluhopisů.

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity, nebo také ukazatelé obratovosti, poskytují informace o tom, jak efektivně firma využívá své zdroje (majetek, zásoby), a jak dlouho jsou v nich vázány finanční prostředky. Poskytují řadu poznatků spojených s řízením firmy a slouží k ohodnocení práce managementu.

Obrat aktiv měří produktivnost a efektivnost využití veškerých aktiv ve výrobní činnosti firmy bez ohledu na zdroje jejich krytí.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Ukazatelé zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti přinášejí informace o výši rizika, které firma podstupuje při dané struktuře vlastních a cizích zdrojů, tedy úvěrové zatížení firmy. To do jisté míry není negativní, nesmí však firmu zatěžovat příliš vysokými finančními náklady. Určitá výše je důležitá a přispívá k celkové rentabilitě.

Celková zadluženost ukazuje míru krytí firemního majetku cizími zdroji a charakterizuje tak finanční úroveň. Vhodná míra funguje jako podpora, vyšší hodnoty jsou rizikem pro věřitele a především banky.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{celkové závazky}}{\text{celková aktiva}}$$

Míra samofinancování udává, do jaké míry je firma schopna pokrýt své potřeby z vlastních zdrojů a jak je firma stabilní a samostatná. Čím blíže je ukazatel hodnotě 1, tím samostatnější firma je.

$$\text{Míra samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Finanční páka představuje možnost zvýšení ziskovosti vlastního kapitálu připojením cizích zdrojů. To vše za předpokladu, že je výnosnost aktiv vyšší, než úroková míra. Dále platí, že čím je podnik zadluženější, tím je hodnota ukazatele vyšší, a firma se stává rizikem pro věřitele.

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Ukazatelé kapitálového trhu

Ukazatelé kapitálového trhu sledují především skuteční i potenciální investoři, akcionáři a burzovní obchodníci k ohodnocení minulé činnosti účetní jednotky a predikci jejího budoucího vývoje. Investoři mají především zájem o návratnost svých investic, ať už prostřednictvím růstu dividend a/nebo růstu cen akcií.

Čistý zisk na akcii (Earnings per share – EPS)

Jedná se o celkový zisk po zdanění a výplatě prioritních dividend přepočítaný na 1 akcii. Informuje akcionáře o velikosti zisku na jednu kmenovou akcii, který v případě, že společnost neuvažuje o reinvestici, může být vyplacen ve formě dividend.

$$EPS = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Počet vydaných kmenových akcií}}$$

Ukazatel P/E

Pro zjištění návratnosti tržní ceny akcie jejím výnosem je možné použít ukazatel P/E, který udává, „kolik peněžních jednotek je investor ochotný zaplatit za jednu jednotku

zisku.⁷ Slouží zejména pro rychlé srovnání několika akcií, a to pomocí důležitých faktorů firemních charakteristik.

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

Výplatní poměr

Udává, kolik z celkové výše disponibilního zisku bylo určeno k výplatě dividend

$$\text{Výplatní poměr} = \frac{\text{Vyplacené dividendy}}{\text{Čistý zisk}}$$

Ukazatel M/B

Kromě ukazatele P/E je využíván také ukazatel M/B, který poměruje tržní cenu akcie k její účetní hodnotě.

$$M/B = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{účetní cena akcie}}$$

Je-li hodnota tohoto ukazatele vyšší než 1, tržní hodnota firmy je vyšší než ocenění jejího vlatního kapitlu. V opačném případě je potenciální reprodukční schopnost firemních aktiv hodnocena jako nedostatečná, vzhledem k objemu kapitálu a výši rizka s ním spojeného.

Mezi nejkomplexnější a nejpřesnější metody patří *metody výnosové* – dividendové diskontní modely, ziskové modely a modely cash flow, které zohledňují časovou hodnotu budoucích příjmů.

2.3.1. ZISKOVÉ MODEL Y

Mezi velmi oblíbené výnosové metody, které zohledňují současnou hodnotu budoucích příjmů, patří ziskové modely. Jak už z názvu vyplývá, klíčovou roli bude při oceňování akcií hrát veličina čistého zisku, vyjádřená prostřednictvím „známých ukazatelů kapitálového trhu“⁸.

⁷ MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-86929-70-5.

⁸ VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

P/E ratio (price / earnings ratio) představuje „kolik peněžních jednotek je investor ochotný zaplatit za jednu jednotku zisku“⁹. S ohledem na charakter zisku, s kterým bude při kalkulaci ukazatele pracováno, je možné se střetnout s několika druhy P/E ukazatelů. Významným zdrojem informací je pro investory *běžné P/E ratio*, které bývá pravidelně zveřejňované jako součást kurzovních listů, či zpráv v odborných finančních novinách:

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

kde:

P_0/E_0 - hodnota ukazatele

P_0 - aktuální tržní cena akcie

E_0 - aktuální, resp. běžný zisk (poslední zveřejněný zisk dané společnosti)

Relativní hodnota daného ukazatele se následně při identifikaci správně anebo nesprávně oceněných cenných papírů porovnává s relativní hodnotou jiných druhů P/E ukazatelů, slouží tedy jako porovnávací prostředek. Při určování vnitřní hodnoty akcie v absolutním vyjádření však běžný P/E ukazatel ztrácí smysl, protože pokud by se vynásobil běžným ziskem, opět vyjádří jen tržní cenu akcie.

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie a jejího porovnání jí s tržním kurzem akcie, je nutno určit *normální P/E ratio*, které operuje s veličinou očekávaného zisku:

$$V_0 = P_0 = (P/E)_n * E_1$$

V_0 - aktuální vnitřní hodnota akcie

$(P/E)_n$ - hodnota normálního P/E ukazatele

E_1 - očekávaný zisk na akcii v budoucím roce

Hodnotu ukazatele $(P/E)_N$ je možno vyjádřit transformací Gordonova modelu. Za předpokladu, že čistý zisk je jen z části vyplácen v podobě dividend mezi akcionáře, protože další část je použita na investiční a rozvojovou aktivitu podniku, je očekávaná dividend v Gordonově modelu vyjádřena následovně:

$$V_0 = P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{E_1 * p}{k - g} = \frac{E_1(1 - b)}{k - g}$$

⁹ MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-86929-70-5.

Kde:

- V_0 - aktuální vnitřní hodnota akcie
- P_0 - aktuální cena správně oceněné akcie
- p - dividendový výplatní poměr¹⁰
- b - poměr zadrženého zisku¹¹
- E_1 - očekávaný zisk v budoucím roce
- k - požadovaná výnosová míra akcie
- g - konstantní míra růstu zisku

Nakonec je určen poměr vypočítané aktuální ceny akcie a očekávaného čistého zisku, čímž je možné dopracovat se k hodnotě normálního P/E ukazatele v relativním vyjádření:

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

kde:

- $(P/E)_n$ - hodnota normálního P/E ukazatele
- P_0 - aktuální cena správně oceněné akcie
- p - dividendový výplatní poměr
- E_1 - očekávaný zisk v budoucím roce
- k - požadovaná výnosová míra akcie
- g - konstantní míra růstu zisku

Z uvedeného vzorce je možné vyčíst charakter vlivu jednotlivých faktorů na hodnotu normálního ukazatele P/E. Pokud míra růstu působí na vývoj ukazatele pozitivně, v případě požadované míry výnosu jsou mezi těmito dvěma veličinami identifikovány inverzní vztahy. Dividendový výplatní poměr určuje normální P/E ukazatel v závislosti na vztahu rentability vlastního kapitálu (ROE) a požadované výnosové míry (k) následovně:

- $ROE < k$ (dividendový výplatní poměr p roste na úrok zadrženého zisku b , který za těchto vysokých rizikových podmínek není investovaný, čímž se předchází případným ztrátám, ukazatel normálního P/E roste)
- $ROE > k$ (dividendový výplatní poměr p klesá na úrok zadrženého zisku b , který je za těchto nízkých rizikových podmínek možné výhodně investovat a zhodnotit, s růstem tržní hodnoty společnosti roste také vnitřní hodnota jejích akcií a ukazatele normálního P/E)
- $ROE = k$ (neutrální vztah)

¹⁰ Podíl čistého zisku vyplaceného akcionářům ve formě dividend

¹¹ Platí, že $p + b = 1$

Poměrem kurzu akcie a její účetní hodnoty je dán další poměrový ukazatel, *M/B ratio* (*market / book value ratio*), vyjadřující množství peněžních jednotek, které je investor ochotný obětovat výměnou na jednu peněžní jednotku vlastního kapitálu konkrétní akciové společnosti. Účetní hodnota připadající na jednu akcii je získána, pokud jsou od aktiv podniku odečteny závazky, resp. cizí zdroje, a výsledek je vydělen počtem společností emitovaných majetkových cenných papírů. Jenomže právě použití účetní hodnoty je nejčastějším důvodem kritiky vypovídací schopnosti M/B ukazatele. Aplikovaná účetní metodika často zkresluje vykazované údaje, které tak mohou vést investory k chybným investičním rozhodnutím. Napříč nedostatkům je však ukazatel M/B mimořádně oblíbeným parametrem kapitálového trhu. Kromě toho, že je jednoduché ho vyjádřit prostřednictvím dostupných vstupních údajů, umožňuje také oceňování akcií těch společností, které nevyplácejí dividendy nebo na konci účtového období vykážou ztrátu.

Stejně jako u ukazatele P/E, i s ukazatelem M/B je možno se střetnout v různých formách. *Normální M/B ratio* je podílovým vztahem mezi současnou tržní hodnotou a aktuální hodnotou vlastního kapitálu (rozdíl mezi aktivy a závazky společnosti), převedenou na jednu akcii:

$$M_0/B_1 = \frac{ROE * p}{k - g}$$

kde:

M_0/B_1 - hodnota ukazatele
 ROE - konstantní rentabilita vlastního kapitálu
 p - dividendový výplatní poměr
 k - požadovaná výnosová míra
 g - konstantní míra růstu

Na základě ukazatele M_0/B_1 je možno určit vnitřní hodnotu akcie, která následně porovnána s aktuální tržní cenou a je zjištěno, či je daná akcie na trhu podhodnocena, nadhodnocena, anebo správně oceněna.

2.4. TECHNICKÁ ANALÝZA

Podstatou *technické analýzy* je tzv. *timing*, neboli správné a efektivní načasování momentu nákupu anebo prodeje cenného papíru v zájmu dosažení nadprůměrného zisku. Prognóza budoucího vývoje vychází ze studie grafických záznamů, které zachytávají historické i současné hodnoty údajů pravidelně zveřejňovaných na kapitálových trzích, jako

např. tržní kurzy akcií, akciové indexy, nebo objem obchodů s akciemi. Tyto informace následně vytvářejí souhrnné obrazce, které přehledně nastiňují směr vývoje dané tržní veličiny, resp. její *vývojové trendy*. Zastánci tohoto přístupu předpokládají, že v rámci pohybu trendové linie je možné identifikovat určité vzorové modely, které se po čase budou opakovat.

2.5. PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA

Faktory ovlivňující subjektivní investiční rozhodnutí mohou být rozumně vysvětlitelné povahy, avšak dominantní úlohu na akciovém trhu hrají neracionální složky, které jsou předmětem bádání *psychologické analýzy*.

Analytický přístup klade důraz na lidskou psychiku, čímž se podstatně odlišuje od fundamentální a technické analýzy, které upínají svoji pozornost na předmět investování, resp. na samotný cenný papír.

Tabulka 2-2Shrnutí základních principů jednotlivých přístupů

<p>Fundamentální analýza akcií</p> <ul style="list-style-type: none"> - Využívá množství modelů a metod při kalkulaci vnitřní hodnoty, resp. skutečné ceny akcie, kterou následně porovnává s cenou na trhu a snaží se identifikovat správně a nesprávně oceněné akciové tituly, na základě čehož dokáže doporučit vhodné cenné papíry do portfolia investora - Vnitřní cena akcie je determinována širokou škálou globálních, odvětvových a firemních fundamentálních prvků - Nezhledňuje vliv psychologických faktorů - Vychází z minulých a současných informací, které jsou součástí finančních výkazů, statistik a prognóz - Nedokáže určit ideální okamžik na koupi, či prodej cenného papíru - Je využitelná ve střednědobém a dlouhodobém časovém horizontě
<p>Technická analýza akcií</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tržní kurzy akcie jsou konečným odrazem působení všech determinujících faktorů - Pohyby akciových kurzů charakterizuje střídání rostoucích a klesajících vývojových trendů pod vlivem změn ve vztahu mezi nabídkou a poptávkou na akciovém trhu - Přizpůsobení tržní ceny nové situaci obvykle trvá určitý čas a pohotovo rozpoznání nastávající změny může být pro investora nespornou výhodou - Vývojoné cykly mají tendenci se opakovat, takže na základě pozorného studia historických a současných hodnot je možné v předstihu identifikovat začátek změny

<ul style="list-style-type: none"> - Cílem technické analýzy je prognóza krátkodobých pohybů v cenách akcií nebo akciových indexů za účelem stanovené nejvhodnějšího okamžiku pro nákup, nebo prodej cenného papíru
<p>Psychologická analýza akcií</p> <ul style="list-style-type: none"> - Využívá se při krátkodobých investicích - Jejím předmětem není cenný papír, ale člověk v procesu rozhodování - Investor se stává součástí davu, pod jehož vlivem se jeho rozhodování determinováno podvědomím a emocemi - Davová psychóza působí na vývoj akciových kurzů - Racionální investor je odolný vůči vlivu psychologických faktorů, řídí se rozumem a vlastními představami, za což je odměněný ziskem

Zdroj: vlastní zpracování

Základní principy uvedených analytických přístupů, shrnuté v tabulce 2.2, se v mnohém rozcházejí, avšak něco mají přeci jen společné. Všechny tři počítají s existencí časového zpoždění, v důsledku kterého vznikají dočasné rozdíly mezi tržní cenou a vnitřní hodnotou akcie. Právě v takovémto okamžiku se pohotovému, informovanému a racionálně smýšlejícímu investorovi otevírá cesta za vytouženým ziskem.

Shrnutí

Fundamentální analýza cenných papírů je jedním z nejkompexnějších a v současné době mezi odborníky nejvíce uznávaným přístupem k ohodnocování akcií. Středem pozornosti je vnitřní hodnota, resp. skutečná cena majetkových cenných papírů, determinovaná širokým spektrem globálních, odvětvových i firemních faktorů. Kalkulace vnitřní hodnoty prostřednictvím množství variabilních metod a modelů umožňuje na základě porovnání s aktuálním tržním kurzem identifikovat rizikové nadhodnocené anebo pro investora atraktivní podhodnocené akciové tituly. Alternativními analytickými postupy k fundamentální analýze jsou technická analýza, která na základě minulého vývoje prognózuje nejvhodnější čas na nákup či prodej cenného papíru, a analýza psychologická, zkoumající vliv lidské psychiky v procesu investování. Osobitou kategorií je tzv. teorie efektivních trhů, která popírá opožděný vývoj tržního kurzu ve vztahu k vnitřní hodnotě akcie, čímž vylučuje možnost identifikace nesprávně oceněných finančních instrumentů na kapitálovém trhu.

3. MODELOVÝ PŘÍKLAD

Předchozí text byl zaměřen především na teoretické základy v současnosti mezi odborníky nejpreferovanějšího analytického přístupu k ohodnocování akcií. Tato část se pokusí s na základě ukazatelů firemní fundamentální analýzy hodnotit akcii společnosti Microsoft.

Nejprve bude pozornost orientována na stručné představení společnosti, včetně nástinu jejího historického vývoje a současné hospodářské situaci. Poté se práce zaměří na stanovení ukazatelů, které byly vybrány z hlediska jejich vhodnosti na základě charakteristik analyzované společnosti.

3.1. PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI

Charakteristika společnosti

Jméno cenného papíru:	Microsoft Corporation
ISIN:	US5949181045
Zkratka:	MSFT
Druh cenného papíru:	Akcie
Formace cenného papíru:	Na doručitele
Tržní cena akcie ¹² :	\$45,15
Počet cenných papírů v emisi:	8 399 mil. ¹³
Emitent:	Microsoft Corporation One Microsoft Way Redmond, WA 98052-7329 USA

Microsoft Corporation je americká nadnárodní společnost, která se zabývá vývojem, výrobou, licencováním a podporou široké škály produktů a služeb, které jsou spjaty především s výpočetní technikou. Společnost rovněž navrhuje a prodává hardware

¹² K 12.12.2014

¹³ Microsoft: 2014 Annual Report. [online]. [cit. 2015-01-02]. Dostupné z: <http://www.microsoft.com/investor/reports/ar14/index.html#stockholder>

a poskytuje on-line reklamy zákazníkům. Působí v pěti segmentech: Windows a Windows Live Division (divize Windows), Server and Tools, Online Services Division (OSD), Microsoft Business Division (LMD), a segment Entertainment and Devices (EDD). Mezi hlavní produkty společnosti patří operační systémy pro osobní počítače, servery a telefony, technologické řešení pro komerční segment, vývoj aplikací, softwarových programů, videí, her a online zábavy a reklamy. Microsoft také navrhuje a vyrábí hardware a příslušenství k PC, a to včetně herní konzole Xbox One a veškerého příslušenství, do jeho služeb se řadí také server Bing.

Akcie společnosti Microsoft Corporation se od 13 března 1986 obchodují na NASDAQ, kdy jejich cena byla \$21 za kus, a to v konečném objemu 3,095 mil. Kusů (původní plan byl 2,5 mil. kusů, ale kvůli poptávce před IPO byl objem navýšen).

3.2. VÝPOČET VSTUPNÍCH HODNOT A VYBRANÝCH UKAZATELŮ

Míra růstu dividend

Společnost Microsoft Corporation vyplácí svým akcionářům dividendy teprve od roku 2003. Tabulka 3-1 zobrazuje výši vyplácených dividend společně s mírami meziročního růstu v letech 2005 až 2014. Dále jsou v tabulce uvedeny průměrné míry růstu stanovené pomocí aritmetického (AP), váženého aritmetického (VAP) a geometrického průměru (GP). Kontinuální růst dividend neovlivnily ani krize na finančních trzích v roce 2008 a 2012. Aritmetický průměr míry růstu dividend akcií Microsoft Corporation má hodnotu 14,52%, vážený aritmetický průměr 15,72% a geometrický průměr 12,77%. Při určování vah ke kalkulaci VAP byla větší důležitost přiřazena hodnotám současnějším

Tabulka 3-1 Dividendy vyplacené na jednu akci společnosti Microsoft Corporation (2005-2014)

Rok ¹⁴	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dividenda (USD)	0,32	0,34	0,39	0,43	0,5	0,52	0,61	0,76	0,89	1,07
Změna r/r	0,0%	6,3%	14,7%	10,3%	16,3%	4,0%	17,3%	24,6%	17,1%	20,2%
Váhy	0,03	0,04	0,05	0,07	0,09	0,11	0,13	0,15	0,16	0,17
AP	14,52%									
VAP	15,72%									
GP	12,77%									

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z webových stránek společnosti¹⁵

Míru růstu dividend lze dále stanovit odvozením od finančních ukazatelů společnosti. Je třeba znát hodnotu rentability vlastního kapitálu (ROE) a podíl zadržovaného zisku (retention ratio). ROE je spočítáno jako podíl čistého zisku a vlastního kapitálu společnosti. Podle výroční zprávy za rok 2014 dosáhla společnost zisku 22 074 mil. USD a vlastní kapitál činil 89 784 mil. USD. Vypočítané ROE má poté hodnotu 24,59 %.

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{22\,074}{89\,784} = 24,59$$

Neustále se zvyšující hodnota vlastního kapitálu má za následek také snižující se hodnotu rentability tohoto kapitálu. Jak je možné vidět tabulce 3-2, společnost v posledních

14 Fiskální rok končí v červnu, platí pro všechny další tabulky

15 Microsoft: Dividends and Stock History. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://www.microsoft.com/investor/Stock/StockSplit/default.aspx>

5 letech téměř zdvojnásobila svá celková aktiva, což se promítlo také na hodnotě rentability úhrnných vložených prostředků.

Tabulka 3-2 Hodnoty pro výpočet ukazatelů rentability v letech 2010-2014

Rok	Čistý zisk (mil)	Celková aktiva (mil)	ROA	Vlastní kapitál (mil)	ROE
2010	18 760	86 113	21,79%	46 175	40,63%
2011	23 150	108 704	21,30%	57 083	40,55%
2012	16 978	121 271	14,00%	66 363	25,58%
2013	21 863	142 231	15,35%	78 944	27,69%
2014	22 074	172 384	12,81%	89 784	24,59%

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z webových stránek společnosti¹⁶

Na konci fiskálního roku v červnu 2014 valná hromada Microsoft Corporation schválila výplatu dividend ve výši 8 986,93 mil. USD, v přepočtu 1,07 USD na akcii. Tato suma představuje 40,71 % čistého zisku (payout ratio), a podíl zadrženého zisku (retention ratio) je tedy 59,29 %.

$$g = b * ROE = 0,5929 * 0,2459 = \mathbf{0,1458} \Rightarrow \mathbf{14,59 \%}$$

Takto vypočítaná hodnota míry růstu dividend je v podstatě totožná s vypočítaným aritmetickým průměrem, dále zprůměrovává vážený aritmetický a geometrický průměr, a tak bude použita i v dalších výpočtech.

Požadovaná výnosová míra

K výpočtu této veličiny lze použít model oceňování aktiv (CAPM model), s následujícím vzorcem:

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

V tabulce 3-3 je uvedena úroková míra desetiletých amerických státních dluhopisů v období od prosince 2012 do června 2014. Průměrná úroková míra je spočítána aritmetickým průměrem a má hodnotu 2,40 %.

¹⁶ Microsoft Corporation: Annual Report. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://www.microsoft.com/investor/EarningsAndFinancials/Financials/FY14/Q4/CashFlows.aspx>

Tabulka 3-3 Měsíční úroková míra desetiletých amerických státních dluhopisů (2012-2014)

Období	12/12	2/13	4/13	6/13	8/13	10/13	12/13	2/14	4/14	6/14
Úroková míra (v %)	1,76	1,89	1,68	2,49	2,75	2,54	3,03	2,66	2,65	2,52
změna m/m	4,8%	7,4%	-11,1%	48,2%	10,4%	-7,6%	19,0%	-12,2%	-0,4%	-5,0%
AP (v %)	2,40									

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z webových stránek yahoo.finance¹⁷

Dále je potřeba vypočítat tržní úrokovou míru, a to, v případě amerického akciového trhu, pomocí indexu S&P 500. Tento index je založen na tržní kapitalizaci 500 největších kótovaných akciových společností na New Yorkské burze (NYSE) a elektronickém burzovním trhu USA (NASDAQ). Tabulka 3-4 zobrazuje roční závěrové hodnoty indexu Standard & Poor's v letech 2005 až 2014 a meziroční a průměrné míry růstu za stejné období, vypočítané pomocí aritmetického průměru. Při výpočtu byla brána v potaz finanční krize v roce 2008/2009 a průměr byl o tyto hodnoty očištěn. Tržní úrokovou míru lze tedy stanovit na 18,78 %.

Tabulka 3-4 Meziroční závěrečné hodnoty indexu S&P 500 (2005-2014)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
S&P 500	1191,3	1270,2	1503,4	1280,0	919,3	1030,7	1320,6	1362,2	1606,3	1960,2
změna r/r	4,4%	6,6%	18,4%	-14,9%	-28,2%	12,1%	28,1%	3,1%	17,9%	22,0%
AP	18,78%									

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z webových stránek yahoo.finance¹⁸

Jako poslední neznámá zbyla hodnota beta faktoru. Ta byla vypočítána pomocí programu IMB SPSS 22 jako závislost závěrečných měsíčních kurzů akcie Microsoft Corporation na indexu S&P 500 během posledních 5 let. V tabulce 3-5 jsou vedle vypočítané hodnoty uvedeny také profesionální údaje od analytiků z finančních serverů.

17 Yahoo.finance: CBOE Interest Rate 10 Year. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=^TNX+Interactive#>

18 Yahoo.Finance: Historical prices. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/q/hp?s=^GSPC+Historical+Prices>

Tabulka 3-5 Hodnoty betafaktoru společnosti Microsoft Corporation

	IBM SPSS	google.finance ¹⁹	yahoo.finance ²⁰	reuters ²¹	patria ²²
Beta faktor	0,87	0,98	0,69	0,99	0,97

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je možné vypočtení požadované výnosové míry pro akcie společnosti Microsoft Corporation, jejíž hodnota je 16,58 %.

$$k = R_f + \beta (R_m - R_f) = 0,024 + 0,87 (0,1878 - 0,024) = \mathbf{0,1658}$$

Běžné P/E ratio

Běžné P/E ratio je vypočítáno pomocí tržního kurzu akcie Microsoft Corporation, který je 45,15 USD (k 1. 6. 2014) a čistého zisku na akcii, který je spočítán jako podíl čistého zisku za rok 2014 (22 074 mil. USD) a počtu emitovaných akcií (8 399 mil. kusů). Čistý zisk na akcii tak činil 2,63 USD, a hodnota P/E:

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{P_0}{E_0} = \frac{45,15}{2,63} = \mathbf{17,17}$$

Jak je možné vidět v tabulce 3-6, hodnota běžného P/E ratia je na svém 5 letém maximu, což v kombinaci s růstem čistého zisku na 1 akcii a neustále se zvyšující cenou akcie predikuje jeho další růst a akci tím pádem představuje dobrou investici.

Tabulka 3-6 Hodnoty pro výpočet ukazatelů kapitálového trhu v letech 2009-2014

Rok	Čistý zisk (mil)	Počet akcií (mil)	Čistý zisk na akcii (ESP)	Kurz akcie	P/E ratio	Dividendový výplatní poměr
2009	\$14 569	8 996	\$1,62	\$21,52	13,29	30,9%
2010	\$18 760	8 927	\$2,10	\$20,88	9,94	24,74%
2011	\$23 150	8 593	\$2,69	\$24,26	9,02	22,64%
2012	\$16 978	8 506	\$2,00	\$28,88	14,44	38,08%
2013	\$21 863	8 470	\$2,58	\$32,27	12,51	34,48%
2014	\$22 074	8 399	\$2,63	\$45,15	17,17	40,71%

19 Google.Finance: Microsoft stock. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://www.google.com/finance?cid=358464>

20 Yahoo.Finance: Microsoft stock. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/q/ks?s=MSFT+Key+Statistics>

21 Reuters: Microsoft stock. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=MSFT.O>

22 Patria online: Akcie Microsoft. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akcie/MSFT.O/microsoft/online.html?selectOnlineIndexes1=GDAXI&>

Normální P/E ratio

K jeho výpočtu jsou již známy všechny hodnoty:

$$(P/E)_n = \frac{P_0}{E_1} = \frac{\frac{E_1 * p}{k - g}}{E_1} = \frac{p}{k - g} = \frac{0,4071}{0,1658 - 0,1458} = \mathbf{20,355}$$

Z výsledku je možné vyčíst, že investor je ochotný zaplatit \$20,3555 za každý \$1 zisku. Ze zmiňované tabulky lze dále spočítat, že čistý zisk meziročně roste rychleji než ukazatel P/E, což indikuje podhodnocenost akcie.

Běžné M/B ratio

Tento ukazatel je možné spočítat pomocí tržního kurzu akcie Microsoft Corporation, který je 45,15 USD (k 1. 6. 2014) a její účetní hodnoty. Tu je možno zjistit za základě údajů z roční zprávy z roku 2014, jako poměr vlastního kapitálu a počtu emitovaných akcií. Vlastní kapitál za rok 2014 činil 89 784 mil. USD a počet emitovaných akcií 8 399 mil. kusů. Účetní hodnota akcie je poté rovna \$10.69.

$$M_0/B_0 = \frac{P_0}{B_0} = \frac{45,15}{10,69} = 4,22$$

Normální M/B ratio

Pro výpočet tohoto ukazatele už jsou všechny potřebné hodnoty známy:

$$M_0/B_1 = \frac{ROE * p}{k - g} = \frac{0,2459 * 0,4071}{0,1658 - 0,1458} = 5,005$$

Hodnota ukazatele je vysoko nad hranicí 1, což představuje tržní hodnotu vyšší, než ocenění jejího vlastního kapitálu v rozvaze. Konkrétně jde o 4-5 násobnou hodnotu, která po propadu v roce 2011 nabírá svoji maximální hodnotu z let 2010-2014, jak je možné vidět v tabulce 3-7. To je dáno tím, že ukazatel nebere v potaz hodnoty Goodwill a brand equity,

²³ Microsoft Corporation: Annual Report. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://www.microsoft.com/investor/EarningsAndFinancials/Financials/FY14/Q4/CashFlows.aspx>

kteře jsou u velkých společností, mezi které Microsoft nepochybně patří, nositele obrovské hodnoty.

Tabulka 3-7 Hodnoty pro výpočet M/B ukazatele

Rok	Počet akcií (mil)	Kurz akcie	Vlastní kapitál (mil)	Účetní hodnota akcie	M/B ratio
2010	8 927	\$20,88	\$46 175	\$5,17	4,04
2011	8 593	\$24,26	\$57 083	\$6,64	3,65
2012	8 506	\$28,88	\$66 363	\$7,80	3,70
2013	8 470	\$32,27	\$78 944	\$9,32	3,46
2014	8 399	\$45,15	\$89 784	\$10,69	4,22

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z webových stránek společnosti²⁴

Snižující se počet akcií je dán faktem, že společnost zpětně vykupuje akcie tzv, stock buyback. Důvodem byla vleklá finanční krize, kdy návratnost jiných investic nebyla na akceptovatelné úrovni, a tak byly finanční prostředky využity právě na zpětné vykoupení akcií.

Obrat celkových aktiv

Pro výpočet obratu celkových aktiv je potřeba znát celkové tržby a celková aktiva. Podle výroční zprávy za rok 2014 dosáhly tržby výše 86 833 mil. USD a celková aktiva 172 384 mil. USD.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{86\,833}{172\,384} = 0,50 = 50\%$$

Napřič podstatnému poklesu v obratu aktiv viditelnému v tabulce 3-8, jeho současné hodnota přesně odpovídá průměrné hodnotě pro dané odvětví²⁵. Je to dáno tím, že odvětví Software a programování je charakteristické kapitálovou náročností a častou obměnou vybavení

²⁴ Microsoft Corporation: Annual Report. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://www.microsoft.com/investor/EarningsAndFinancials/Financials/FY14/Q4/CashFlows.aspx>

²⁵ CSIMarket: Efficiency ratios. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: http://csimarket.com/Industry/industry_Efficiency.php?ind=1011

Tabulka 3-8 Hodnoty pro výpočet ukazatelů aktivity v letech 2010-2014

Rok	Tržby (mil)	Celková aktiva (mil)	Celkový obrat aktiv
2010	\$62 484	\$82 001	0,73
2011	\$69 943	\$97 409	0,64
2012	\$73 723	\$114 988	0,61
2013	\$77 849	\$131 851	0,55
2014	\$86 833	\$157 408	0,50

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z webových stránek společnosti²⁶

Ukazatelé zadluženosti

Celková zadluženost je vypočítána jako poměr všech závazků k aktivům. V posledních 5 letech je viditelný pouze nepatrný nárůst zadluženosti, která se pohybuje pod hranicí 50%.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{82\,600}{172\,384} = 0,48 = 48\%$$

Microsoft je nadnárodní společnost s dlouholetou tradicí, a tak není míra samofinancování s hodnotou 52% pro věřitele nikterak riziková. Míře zadlužení přesně odpovídá také hodnota finanční páky, která v roce 2014 nabírá hodnotu 1,92. Obě hodnoty jsou nadprůměrné v porovnání se souhrnnými hodnotami pro celé odvětví²⁷, a dá se tak očekávat jejich další zlepšení.

Tabulka 3-9 Hodnoty pro výpočet ukazatelů zadluženosti v letech 2010-2014

Rok	Celkové závazky (mil)	Celková aktiva (mil)	Celková zadluženost	Vlastní kapitál (mil)	Míra samofinancování	Finanční páka
2010	\$39 938	86 113	46%	\$46 175	54%	1,86
2011	\$51 621	108 704	47%	\$57 083	53%	1,90
2012	\$54 908	121 271	45%	\$66 363	55%	1,83
2013	\$63 487	142 431	45%	\$78 944	55%	1,80
2014	\$82 600	172 384	48%	\$89 784	52%	1,92

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z webových stránek společnosti²⁸

26 Microsoft Corporation: Annual Report. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z:

<https://www.microsoft.com/investor/EarningsAndFinancials/Financials/FY14/Q4/CashFlows.aspx>

27 CSIMarket: Financial strenght. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: Obrat aktiv=86 833/172 384=0,50=50%

28 Microsoft Corporation: Annual Report. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z:

<https://www.microsoft.com/investor/EarningsAndFinancials/Financials/FY14/Q4/CashFlows.aspx>

4. ZÁVĚR

Cílem této bakalářské práce bylo zhodnocení akcie pomocí ukazatelů firemní fundamentální analýzy. Z ukazatelů firemní analýzy byly použity rentabilita, aktivita a zadluženost, z ukazatelů kapitálového trhu pak míra růstu dividend, dividendový výplatní poměr, EPS a ukazatele P/E a M/B. Finančním instrumentem byla akcie společnosti Microsoft Corporation obchodovaná na elektronickém burzovním trhu USA.

Prvním ukazatelem byla rentabilita a celkový obrat aktiv. Na jejich propadu se podepsaly jednak celosvětové finanční krize v letech 2009 a 2012, ale také investice do telekomunikačního průmyslu, jmenovitě společností Nokia a Motorola, které za uplynulých 5 let téměř zdvojnásobily hodnotu aktiv společnosti, zatímco nárůst čistého zisku se pohyboval zhruba na 20%. Nicméně hodnoty ROA 12,81% a ROE 24,59% jsou zhruba o 1-2% vyšší než je průměr daného odvětví a celkový obrat aktiv (0,5) přesně odpovídá trendu odvětví, a tak je akcie považována za vhodnou investici.

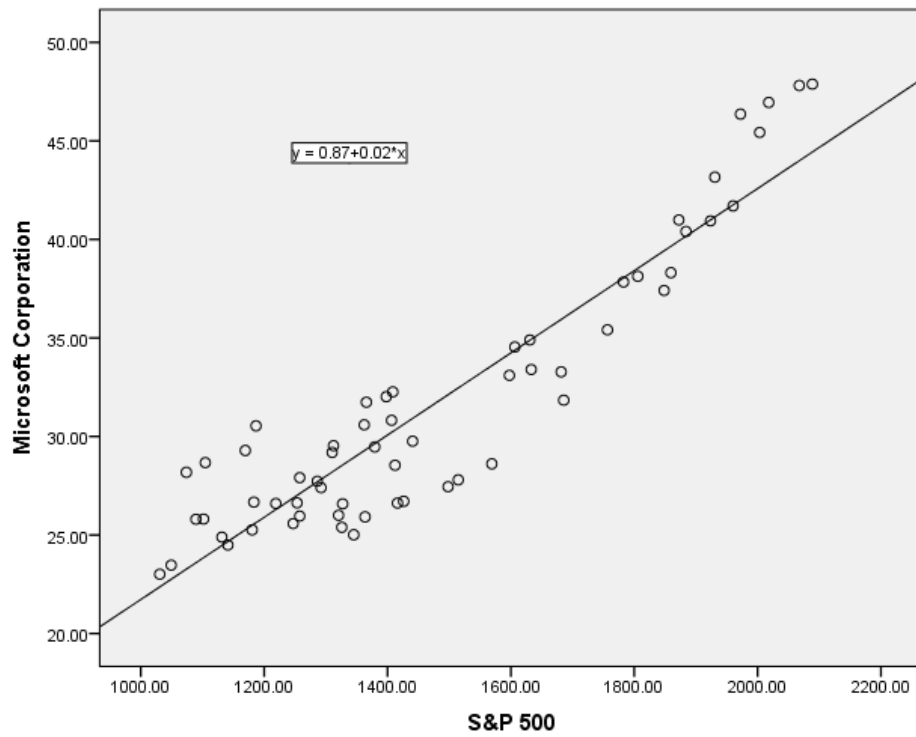
Jako další byly spočítány P/E ukazatel, EPS a dividendový výplatní poměr. Všechny tři ukazatele zaznamenaly pokles způsobený ekonomickými krizemi, ale během posledních 2 let atakují dlouholetá maxima. To je dáno tím, že tržní cena akcií společně s výší dividend od roku 2010 konstantně rostly a byly více než zdvojnásobeny. Dá se tedy předpokládat, že tento růst nebude významně ovlivněn a investice je doporučena. Všechny ukazatele jsou nadprůměrné v porovnání s průměrnými hodnotami daného odvětví

Dalším ukazatelem bylo M/B ratio které s hodnotou 4,22 pro rok 2014 vysoce převyšuje konkurenci ve stejném odvětví, a řadí tak firmu mezi elitu na trhu. Jeho výše je dána především tím, že faktor nebere v potaz hodnoty Goodwill a brand equity společnosti, které v současné době patří mezi její hlavní přednosti.

Posledním ukazatelem byla zadluženost. Ukazatel celkové zadluženosti se v posledních 5 letech pohyboval pouze minimálně, a to v řádu 1 až 2 procent a nikdy nepřesáhl celkovou hranici 50%. Protože se jedná o obrovskou nadnárodní společnost s dlouholetou tradicí, míra samofinancování 52% a hodnota finanční páky 1,92 pro rok 2014 nepředstavuje pro investory a finanční instituce téměř žádné riziko a jejich historický vývoj a porovnání s celým odvětvím naznačují totéž.

5. PŘÍLOHY

Obrázek 5-1 Výstup programu IMB SPSS zobrazující závislost akciového titulu Wells Fargo & Co. na indexu S&P 500



6. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

LITERATURA:

GRAHAM, Benjamin a David L DODD. *Security analysis: principles and technique*. 3rd ed. New York: McGraw-Hill, c2005, xiii, 770 p. ISBN 00-714-4820-9.

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

POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2009, xviii, 414 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

INTERNETOVÉ ZDROJE

CSIMarket: Efficiency ratios. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: http://csimarket.com/Industry/industry_Efficiency.php?ind=1011

CSIMarket: Financial strenght. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: $\text{Obrat aktiv} = 86\,833 / 172\,384 = 0,50 = 50\%$

Google.Finance: Microsoft stock. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://www.google.com/finance?cid=358464>

Microsoft: Dividends and Stock History. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://www.microsoft.com/investor/Stock/StockSplit/default.aspx>

Microsoft Corporation: Annual Report. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://www.microsoft.com/investor/EarningsAndFinancials/Financials/FY14/Q4/CashFlows.aspx>

Patria online: Akcie Microsoft. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akcie/MSFT.O/microsoft/online.html?selectOnlineIndexes1=GDAXI&>

Reuters: Microsoft stock. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=MSFT.O>

Yahoo.finance: CBOE Interest Rate 10 Year. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=^TNX+Interactive#>

Yahoo.Finance: Historical prices. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/q/hp?s=^GSPC+Historical+Prices>

Yahoo.Finance: Microsoft stock. [online]. [cit. 2014-12-12]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/q/ks?s=MSFT+Key+Statistics>

7. SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 2-1 Top down analýza a Bottom up analýza	19
Obrázek 5-1 Výstup programu IMB SPSS zobrazující závislost akciového titulu Wells Fargo & Co. na indexu S&P 500	41

8. SEZNAM TABULEK

Tabulka 1-1 Klasifikace akcií	14
Tabulka 1-2 Výhody a nevýhody akcií pro investora a emitenta	16
Tabulka 2-1 Fundamentální faktory	18
Tabulka 2-2 Shrnutí základních principů jednotlivých přístupů.....	29
Tabulka 3-1 Dividendy vyplacené na jednu akci společnosti Microsoft Corporation (2005-2014)	33
Tabulka 3-2 Hodnoty pro výpočet ukazatelů rentability v letech 2010-2014	34
Tabulka 3-3 Měsíční úroková míra desetiletých amerických státních dluhopisů (2012-2014)	35
Tabulka 3-4 Meziroční závěrečné hodnoty indexu S&P 500 (2005-2014)	35
Tabulka 3-5 Hodnoty betafaktoru společnosti Microsoft Corporation.....	36
Tabulka 3-6 Hodnoty pro výpočet ukazatelů kapitálového trhu v letech 2009-2014.....	36
Tabulka 3-7 Hodnoty pro výpočet M/B ukazatele.....	38
Tabulka 3-8 Hodnoty pro výpočet ukazatelů aktivity v letech 2010-2014.....	39
Tabulka 3-9 Hodnoty pro výpočet ukazatelů zadluženosti v letech 2010-2014.....	39