



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Fundamentální analýza Philip Morris ČR, a. s.

Fundamental Analysis of the Philip Morris ČR, a. s.

Student: Bc. Daniel Planka

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2015

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Daniel Planka**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Téma: **Fundamentální analýza Philip Morris ČR, a. s.**  
**Fundamental Analysis of the Philip Morris ČR, a. s.**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska fundamentální analýzy
3. Globální a odvětvová analýza
4. Firemní analýza vybrané společnosti a stanovení vnitřní hodnoty akcie
5. Závěr

Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

BODIE, Z., A. KANE and A.J. MARCUS. *Investments*. 9th ed. Boston: McGraw Hill 2011. 1056 s. ISBN 978-0073530703.  
DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.  
VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014  
Datum odevzdání: 25.04.2015

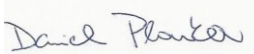
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.  
Přílohy č. 1, 2, 3, 4, 5, které jsem měl k dispozici, jsem samostatně doplnil.“

V Ostravě dne 20. dubna 2015

Podpis 

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod .....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Teoretická východiska fundamentální analýzy.....</b>	<b>6</b>
2.1	Globální fundamentální analýza .....	7
2.2	Odvětvová fundamentální analýza .....	9
2.3	Firemní fundamentální analýza .....	11
2.3.1	Objasnění firemního prostředí a postavení firmy na trhu.....	12
2.3.2	Finanční analýza .....	12
2.3.2.1	Metody finanční analýzy .....	14
2.3.2.1.1	Horizontální analýza .....	15
2.3.2.1.2	Vertikální analýza .....	15
2.3.2.1.3	Poměrová analýza .....	15
2.3.3	Analýza rizika.....	22
2.3.4	Bankrotní a bonitní modely .....	23
2.3.5	Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie .....	26
2.3.6	Výpočet vstupních parametrů pro určení vnitřní hodnoty akcie .....	32
2.3.7	SWOT analýza.....	33
<b>3</b>	<b>Globální a odvětvová analýza .....</b>	<b>34</b>
3.1	Globální analýza .....	34
3.2	Odvětvová analýza.....	42
<b>4</b>	<b>Firemní analýza vybrané společnosti a stanovení vnitřní hodnoty akcie.....</b>	<b>46</b>
4.1	Charakteristika firemního prostředí a postavení společnosti na trhu.....	46
4.2	Finanční analýza .....	49
4.2.1	Horizontální analýza.....	49
4.2.2	Vertikální analýza.....	53
4.2.3	Analýza poměrovými ukazateli .....	55

4.3	Analýza rizika.....	64
4.4	Bankrotní a bonitní modely .....	66
4.5	Aplikace vybraných metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie .....	68
4.5.1	Dividendový diskontní model.....	68
4.5.2	Model diskontovaných peněžních toků .....	70
4.5.3	Ziskové modely .....	71
4.5.4	Bilanční model.....	73
4.5.5	Historické modely.....	74
4.5.6	Výpočet konečné vnitřní hodnoty akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. ....	76
4.6	SWOT analýza.....	77
4.7	Investiční doporučení pro akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s.....	78
<b>5</b>	<b>Závěr .....</b>	<b>80</b>
	<b>Seznam použité literatury.....</b>	<b>81</b>
	<b>Seznam zkratk .....</b>	<b>83</b>
	<b>Prohlášení o využití výsledků diplomové práce</b>	
	<b>Seznam příloh</b>	
	<b>Přílohy</b>	

# 1 Úvod

Fundamentální analýza je komplexní a rozsáhlý přístup zaměřený k analýze a prognóze vývoje cenných papírů. Odhaduje a zkoumá základní a podstatné ekonomické, politické, sociální, geografické, demografické aj. faktory a situace, které vymezují vnitřní hodnotu (správnou cenu) akcie. Využívá celou řadu metod, které jsou teoreticky specifikovány v první části diplomové práce, v dalších částech jsou aplikovány do praxe.

Cílem diplomové práce je vydání investičního doporučení na základě stanovení konečné vnitřní hodnoty akcie akciové společnosti Philip Morris ČR.

Diplomová práce je rozčleněna na tři části. V první části práce je vysvětlena podstata a význam fundamentální analýzy, a to z hlediska globálního, odvětvového a firemního. Globální a odvětvová analýza popisuje vazby mezi jednotlivými faktory, které mají vliv na trh a na vnitřní hodnotu akcie. Firemní analýza zkoumá strukturu společnosti, problematiku finanční analýzy, analyzuje riziko, hodnotí zdraví podniku prostřednictvím bankrotních a bonitních modelů, popisuje vybrané metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie a popisuje slabé a silné stránky, příležitosti a hrozby společnosti (SWOT analýza).

Druhá část práce se zabývá globální analýzou zachycující vazby mezi jednotlivými makroekonomickými faktory a vnitřní hodnotou akcie. Věnuje se odvětvové analýze, která zkoumá vliv výše a stability zisku a tržeb dané společnosti při stanovení vnitřní hodnoty akcie.

V třetí části je provedena firemní analýza, která studuje charakteristiku společnosti, finanční analýzu, analýzu rizika, bankrotní a bonitní modely, aplikaci metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, SWOT analýzu a rozhoduje o vydání investičního doporučení.

## 2 Teoretická východiska fundamentální analýzy

Fundamentální analýza zkoumá současný obchodní stav společnosti a její budoucí perspektiva. Mezi investory, analytiky a ostatními subjekty na akciových trzích je oblíbená a často využívaná. Podstatou této analýzy je odhad a zkoumání pohybu akciových kurzů a objasnění jejich závislosti na různých ekonomických, politických, sociálních, geografických a jiných faktorech, které působí na vnitřní hodnotu akcie. Faktory posuzuje nejen na firemní úrovni (zisk, dividenda, hodnoty ukazatelů finanční analýzy, kvalita managementu apod.), ale i v globální a odvětvové oblasti, neboť každá firma pracuje v rámci konkrétního odvětví a ekonomiky. Fundamentální analýza tedy posuzuje společnost ve třech základních úrovních prostřednictvím globální, odvětvové a firemní fundamentální analýzy.

Nabízí dva možné postupy: analýzu shora a analýzu zespoda. U prvního postupu se provádí nejprve globální analýza a poté až odvětvová a firemní analýza. Analýza zespoda začíná na firemní úrovni, pak následuje odvětvová analýza a na globální úrovni končí.

Fundamentální analýza se snaží odpovědět na otázku, zda je daná akcie na trhu podhodnocena, nadhodnocena nebo správně oceněna. Poskytuje informace o tom, proč tomu tak je a měla by poukázat na další vývoj růstu či poklesu fundamentálních veličin. Výsledkem fundamentální analýzy je investiční doporučení: koupit, držet nebo prodat.

Zpracování fundamentální analýzy vyžaduje získání kvalitních a komplexních vstupních informací dané společnosti. Základní zdroj těchto dat představují finanční výkazy, výkazy vnitropodnikového účetnictví, finanční informace, nefinanční informace. K finančním výkazům patří např. rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow. Výkazy vnitropodnikového účetnictví mají interní charakter a ve většině případů nejsou veřejně dostupné. Finanční informace tvoří účetní výkazy a výroční zprávy, prognózy finančních analytiků, manažerů firmy a státních institucí, burzovní informace. Nefinanční informace jsou souhrnem dat z firemní statistiky produkce, poptávky, odbytu, zaměstnanosti a finančních agentur. (Bodie, Kane, Marcus, 2011, Veselá, 2011)



## 2.1 Globální fundamentální analýza

Globální fundamentální analýza vypovídá o globálním okruhu informací, kterými se investor zaobírá. Jedná se o vliv celého trhu a ekonomiky, na kterém analyzovaná společnost působí, na pohyb kurzu akcie dané společnosti. Analýza se zabývá vztahem mezi makroekonomickými agregáty a hodnotou analyzované akcie společnosti. Cílem je zachytit dlouhodobý trend ekonomického vývoje. Z globálního pohledu se hodnotí vývoj těchto makroekonomických veličin: úroková míra, inflace, reálný výstup ekonomiky, nezaměstnanost, peněžní zásoba, fiskální politika, devizové kurzy, politické a ekonomické šoky.

### Úroková míra

Vztah mezi vývojem akciového kurzu a vývojem úrokových měr je silně negativní. Korelační koeficient podle Veselé (2011) je  $-0,85$ . To znamená, jestli vzrostou úrokové sazby, lze očekávat pokles akciových kurzů a naopak. Pro toto tvrzení existuje řada vysvětlení, která popisuje Veselá (2011). Jestliže úrokové sazby rostou, tak roste i požadovaná míra výnosnosti investora, což způsobí pokles současné hodnoty budoucích příjmů a naopak. Dalším vysvětlením je existence konkurenčního vztahu mezi dluhopisovým a akciovým trhem (při růstu úrokových sazeb na dluhopisovém trhu dochází k přesouvání prostředků z akciových trhů na trhy dluhopisů). Jedním z vysvětlení je také působení úrokových měr na investiční činnost firem. S rostoucí úrokovou mírou firmy se realizují pouze výnosnější projekty. V konečném důsledku to znamená nižší zisky a pokles akciových kurzů.

### Inflace

Mezi vývojem inflace a pohybem akciových kurzů je identifikován negativní vztah. Hodnoty korelace jsou maximálně  $-0,2$ , což ukazuje na slabou závislost, podle Veselé (2011). Tuto závislost lze vysvětlit řadou ekonomických teorií, např. teorií peněžní iluze, zprostředkovaného efektu, hypotézou daňového efektu apod.

### Reálný výstup ekonomiky

Mezi reálným výstupem ekonomiky a akciovým kurzem, podle Veselé (2011), je pozitivní funkční závislost. V prognóze budoucího vývoje akciových kurzů vzniká zásadní

problém. Problém je spojen s časovým zpožděním mezi makroekonomickou veličinou a akciovým vývojem kurzu.

### **Nezaměstnanost**

Obecně platí, že vyšší nezaměstnanost vede ke snížení spotřeby domácností a s tím souvisí nižší dosažení hrubého domácího produktu a snížení zisku firem v dané ekonomice. Nižší zisk zapříčiní omezení investic podniku a nižší výplatu dividend. Dochází ke znehodnocení investice investora, a tím ke snížení ceny akcie.

### **Peněžní zásoba**

V krátkém období je změna peněžní nabídky ovlivňována akciovými kurzy pozitivně. Vzestup peněžní nabídky by měl být následován přestupem akciových kurzů v rozmezí několika týdnů, v tomto případě se hovoří o předbíhajícím indikátoru ve vztahu k akciovým kurzům. Tento vztah v posledních letech stále oslabuje. Důvodem je postupně měnící se politika centrálních bank.

### **Fiskální politika**

Z oblasti fiskální politiky působí na akciové kurzy míra zdanění (daňová politika) a deficit státního rozpočtu. Nižší daně zvyšují čistý zisk firem, kdy tento zisk může být použit k dalším investicím nebo na výplatu dividend. Investorům nižší daně přinášejí vyšší zhodnocení investice a tím vyšší cenu akcií. Zvýšením vládních výdajů, které jsou použity na nákup zboží a služeb, dochází ke zvýšení tržeb a s tím souvisí i zvýšení zisku, který má vliv na akciový kurz.

### **Devizové kurzy**

Vztah mezi devizovými a akciovými kurzy lze definovat jako téměř nulovou korelaci. Obě tyto veličiny mají minimálně společný vývoj i přes skutečnost, že devizové kurzy působí na náklady a zisky společnosti.

### **Politické a ekonomické šoky**

Politické a ekonomické šoky se projevují neočekávaně, jejich výskyt je těžko předvídatelný. Mají negativní dopad na akciové kurzy. Mezi politické šoky lze zařadit válečné

konflikty, vládní demise, revoluce, nečekané volební výsledky. Ekonomickými šoky mohou být např. obchodní a cenové války, ropné šoky, hyperinflace, nečekaný růst komodit, výrazná změna devizových kurzů. (Bodie, Kane, Marcus, 2011, Jílek, 2009, Rejnuš, 2010, Veselá, 2003, Veselá, 2011)

## 2.2 Odvětvová fundamentální analýza

Jejím hlavním úkolem je shromáždit charakteristické rysy a specifika odvětví, ve kterém společnost působí a také vyjádřit jejich možný vliv na vnitřní hodnotu akcie. Mezi důležitější faktory odvětvové analýzy patří: životní cyklus odvětví, vliv hospodářského cyklu na odvětví, struktura trhu odvětví, role regulatorních orgánů.

### Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví představuje postupný vývoj, kterým každé odvětví prochází od svého vzniku. Tento cyklus lze rozdělit do tří fází: pionýrská, rozvojová, stabilizační. Předvídat budoucnost vývoje společnosti je velmi obtížné.

Pionýrská fáze je fáze, kdy dochází k prudkému růstu poptávky po vstupu do odvětví. S tím souvisí i růst tržeb a dosažení až nadstandardních zisků. Dochází k tzv. ziskové přitažlivosti, která způsobuje příliv nových subjektů do odvětví, kde se velmi rychle změní relativní postavení jednotlivých podniků. Stává se, že řada podniků tuto fázi nepřežije a zaniká. Tržby, zisky, vnitřní hodnota a akciový kurz v této etapě jsou velmi kolísavé, což komplikuje provedení fundamentální analýzy a stanovení prognózy dalšího vývoje. Investice investorů do této fáze v odvětví sice přináší nadprůměrné výnosy, ale také vysoké riziko.

Fáze rozvoje představuje stabilizaci celého odvětví, neboť firmy si budují svou pozici na trhu a expandují. Přesto konkurence je stále poměrně vysoká. Jednotlivé akcie firem nevykazují tak vysokou volatilitu jako v předchozí etapě. Riziko spojené s investicí je nižší než v pionýrské fázi, nicméně je doprovázeno nižším výnosem daných akciových titulů.

Životní cyklus v odvětví uzavírá stabilizační fáze. Podstatou je vysoká stabilita tržeb, zisku a tím i akciových kurzů. Společnost má silné postavení na trhu, ale současně dochází k poklesu výnosové míry i rizika v odvětví. Postupně však odvětví ztrácí schopnost růstu, to je důvod pro některé podniky ho opustit.

## **Vliv hospodářského cyklu na odvětví**

Každé odvětví v ekonomice reaguje na hospodářský cyklus s jinou účinností. Z hlediska míry účinnosti lze odvětví rozlišovat na cyklické, neutrální a anticyklické.

Cyklická odvětví jsou charakterizována tím, že kopírují hospodářský cyklus. Firmy z cyklických odvětví, mezi které patří stavebnictví, automobilový, elektrotechnický, letecký a spotřební průmysl, v době recese velmi rychle ztrácejí svůj odbyt, což má negativní dopad na výši zisku a také na kurz jejich akcií.

Neutrální odvětví nejsou příliš ovlivněna hospodářským cyklem. Mezi tato odvětví patří potravinářský a farmaceutický průmysl, městská hromadná doprava, hygienické a domácí potřeby. Jedná se o produkci nezbytných statků s nízkou cenovou elasticitou, jako jsou např. cigarety, alkohol, potraviny, léky, hygienické produkty.

Anticyklická odvětví jsou inverzní s hospodářským cyklem. Tato odvětví vykazují dobré hospodářské výsledky v době recese a mírný růst v období expanze. Příkladem těchto odvětví je kabelová televize, zábavní průmysl (herny, loterie).

Zařadit společnost, podle citlivosti na hospodářském cyklu, do jednoho ze tří odvětví lze podle vývoje akcie k trendu. Když akcie se vyvíjí s trendem, označuje se jako cyklická akcie, její hodnota beta koeficientu je vyšší než 1. Naopak akcie, jejichž beta koeficient je nižší než 1 se označuje jako defenzivní akcie. Tato akcie nereaguje tak intenzivně na změnu hospodářského cyklu.

## **Struktura trhu odvětví**

Struktura trhu odvětví se člení podle těchto kritérií: množství firem v odvětví, charakteristiky vyráběných produktů, překážek vstupu do odvětví, způsobu tvorby cen, apod.

Rozlišují se čtyři typy tržní struktury: monopol, oligopol, dokonalá konkurence a nedokonalá konkurence.

Monopol představuje pouze jednu firmu v odvětví, která dosahuje monopolního, vysokého zisku a také vysokého růstu akciových kurzů. Je odolná vůči ekonomickému cyklu. Zisk a tržby jsou stabilní. Provádění analýz a prognóz je snadné. Kurz akcie má nízkou volatilitu.

Oligopol se vyznačuje existencí několika stejně velkých firem v odvětví. Každá z těchto firem zaujímá relativně rovnoměrný podíl na trhu. Jejich tržby a zisk nebývají příliš proměnlivé. Jsou však náchylnější k cyklickým změnám než firmy s monopolním postavením. Existují bariéry vstupu do odvětví, jsou však překonatelné.

Dokonalá konkurence je pouze teoretickým mikroekonomickým modelem. V reálném světě neexistuje. Vyznačuje se velkým množstvím firem na trhu. Neexistují žádné bariéry vstupu do odvětví, cena se odvíjí od nabídky a poptávky.

Nedokonalá konkurence je představována větším množstvím firem v odvětví, neboť vstupu do odvětví nebrání žádné výrazné překážky. Žádný podnik na tomto trhu nemá významné postavení, a proto ani žádnou výhodu při tvorbě cen a dosažení nadprůměrných zisků. Vývoj zisků a tržeb je značně nestálý a může být ovlivněn cykličností odvětví. Analýza se zde provádí velmi komplikovaně a výsledek může být nepřesný.

### **Role regulatorních orgánů**

Každé odvětví je vystaveno určité regulaci ze strany zákonodárců. Regulace se však liší v jednotlivých odvětvích dle použití metod a způsobů, které mají dopad jak na hospodářský výsledek podniku, tak i na jeho akciový kurz. Mezi tato regulační opatření patří omezení vstupu do odvětví udělováním licence, regulace cenotvorby (stanovení cenových stropů), opatření k vyvolání dodatečných nákladů firem, poskytování dotací a subvencí, preference odvětví ze strany vlády, určení základních pravidel hospodářské soutěže. (Rejnuš, 2010, Veselá, 2011)

## **2.3 Firemní fundamentální analýza**

Je třetí úroveň fundamentální analýzy. Tato analýza hodnotí firemní fundamentální faktory, které se týkají analyzované akcie a podílí se na tvorbě vnitřní hodnoty akcie. Využívá různé analytické metody, modely a nástroje. Po výpočtu vnitřní hodnoty akcie dochází k porovnání s kurzem akcie. Výsledkem tohoto srovnání je zjištění, zda je akcie podhodnocena nebo nadhodnocena nebo správně oceněna. Firemní fundamentální analýza zahrnuje zkoumání společnosti z hlediska vlastnické struktury, hospodářské činnosti, situace na trhu a také analýzy podnikového hospodaření a finanční situace. (Dluhošová, 2010, Mařík, 2011, Růčková, 2011)

### **2.3.1 Objasnění firemního prostředí a postavení firmy na trhu**

Zkoumá společnost jako celek a hodnotí postavení společnosti v rámci jejího relativního trhu. Tato část fundamentální analýzy se zaměřuje na hodnocení charakteristik: vlastnické struktury, orgánů správy a řízení společnosti, předmětu činnosti, odběratelsko-dodavatelských vztahů, využívání technologií a pracovního kapitálu, postavení na trhu, strategií a cílů společnosti, dividendovou a investiční politiku, vyhlídky do budoucnosti apod. (Rejnuš, 2010, Veselá, 2011)

### **2.3.2 Finanční analýza**

Finanční analýza hodnotí finanční situaci v podniku, posuzuje vyhlídky pro budoucí vývoj, pro stanovení opatření ke zlepšení ekonomické situace ve společnosti a k jejímu zajištění prosperity i případného zkvalitnění rozhodovacího procesu. Je součástí komplexního finančního zřízení firmy, neboť se v ní promítá kvalita a kvantita výroby, marketingová úroveň, obchodní činnosti, inovace a další aktivity společnosti. Informace potřebné pro finanční analýzu jsou obsaženy v účetních výkazech.

#### **Zdroje informací pro finanční analýzu**

Pro zpracování finanční analýzy je potřebné získat kvalitní a komplexní vstupní informace k dané společnosti. Základním zdrojem těchto dat jsou informace obsažené v účetních závěrkách a v legislativě. Mezi legislativní předpisy patří občanský zákoník, zákon o oceňování majetku, zákon o účetnictví a zákon o cenách. Hlavními finančními výkazy účetní závěrky jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích, přehled o změnách vlastního kapitálu, přílohy k účetní závěrce.

Rozvaha podává přehled o stavu majetku společnosti (aktivech) a stavu zdrojů jejího krytí (pasivech) v peněžním vyjádření k určitému časovému okamžiku. Aktiva představují majetkovou strukturu, pasiva zaznamenávají finanční strukturu podniku. Bilanční rovnici rozvahy je rovnost mezi celkovými aktivy a celkovými pasivy, viz Tabulka č. 2.1.

Tabulka č. 2.1 *Struktura rozvahy*

Označ.	Položky aktiv	Označ.	Položky pasiv
<b>A.</b>	<b>Pohledávky za upsaný kapitál</b>	<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	A.I.	Základní kapitál
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	A.II.	Kapitálové fondy
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	A.III.	Fondy ze zisku
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let
		A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>
C.I.	Zásoby	B.I.	Rezervy
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	B.II.	Dlouhodobé závazky
C.III.	Krátkodobé pohledávky	B.III.	Krátkodobé závazky
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci
<b>D.</b>	<b>Ostatní aktiva</b>	<b>C.</b>	<b>Ostatní pasiva</b>
D.I.	Časové rozlišení	C.I.	Časové rozlišení

*Zdroj: Dluhošová (2010), vlastní zpracování*

Výkaz zisku a ztráty slouží k zjištění způsobu tvorby a výše výsledku hospodaření za určité období prostřednictvím přehledu o pohybu nákladů a výnosů za jednotlivé činnosti. Náklady se definují jako peněžní vyjádření spotřeby výrobních činitelů. Výnosy jsou peněžním vyjádřením výsledků plynoucích z provozování podniku, jde tedy o finanční částku z prodeje zboží a služeb. Výsledek z hospodaření za účetní období je sestaven z výsledku hospodaření za běžnou činnost a mimořádného výsledku hospodaření, viz Tabulka č. 2.2.

Tabulka č. 2.2 *Struktura výkazu zisku a ztráty*

Symbol	Položka
OM	+ OBCHODNÍ MARŽE
T <sub>P</sub>	+ Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb
NP <sub>P</sub>	- Provozní náklady
<b>VH<sub>P</sub></b>	= <b>Provozní výsledek hospodaření</b>
V <sub>F</sub>	+ Výnosy z provozní činnosti
N <sub>F</sub>	- Náklady z finanční činnosti
<b>VH<sub>F</sub></b>	= <b>Finanční výsledek hospodaření</b>
D <sub>B</sub>	- Daň z příjmu za běžnou činnost
<b>VH<sub>B</sub></b>	= <b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost (VH<sub>P</sub> + VH<sub>F</sub> - D<sub>B</sub>)</b>
V <sub>M</sub>	+ Mimořádné výnosy
N <sub>M</sub>	- Mimořádné náklady
D <sub>M</sub>	- Daň z mimořádné činnosti
<b>VH<sub>M</sub></b>	= <b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>
<b>VH</b>	= <b>Výsledek hospodaření za účetní období (VH<sub>B</sub> + VH<sub>M</sub>)</b>

*Zdroj: Dluhošová (2010), vlastní zpracování*

Výkaz o peněžních tocích zobrazuje informace o změnách peněžních prostředků podniku. Vyjadřuje jaké množství peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů společnost získala a k jakým účelům je použila v určitém období. K sestavení tohoto výkazu existuje metoda přímá a nepřímá. Pro účel této práce je výkaz sestaven nepřímou metodou, která peněžní toky dělí na peněžní prostředky a ekvivalenty z provozní investiční a finanční činnosti podniku, viz Tabulka č. 2.3. (Dluhošová, 2010, Mařík, 2011, Růčková, 2011)

Tabulka č. 2.3 *Nepřímá metoda výpočtu cash flow*

Symbol	Položka
EAT	+ Čistý zisk
ODP	+ Odpisy
$\Delta$ ZAS	- Změna stavu zásob
$\Delta$ POHL	- Změna stavu pohledávek
$\Delta$ KZAV	+ Změna stavu krátkodobých závazků
<b>CF<sub>prov</sub></b>	= <b>Cash flow z provozní činnosti</b>
$\Delta$ DA	- Přírůstek dlouhodobých aktiv (investice)
<b>CF<sub>inv</sub></b>	= <b>Cash flow z investiční činnosti</b>
$\Delta$ BÚ	+ Změna bankovních úvěrů
$\Delta$ NZ	+ Změna nerozdělného zisku minulých let
$\Delta$ DIV	- Dividendy
EA	+ Emise akcií
<b>CF<sub>fin</sub></b>	= <b>Cash flow z finanční činnosti</b>
<b>CF<sub>cel</sub></b>	= <b>Cash flow celkem = CF<sub>prov</sub> + CF<sub>inv</sub> + CF<sub>fin</sub></b>

*Zdroj: Dluhošová (2010), vlastní zpracování*

### 2.3.2.1 Metody finanční analýzy

Při zpracování finanční analýzy je důležité zvolit správnou metodu s ohledem na účelnost, nákladovost a spolehlivost. Tato volba je garancí hodnověrných závěrů, nižšího rizika při chybném rozhodnutí a vyšší očekávané úspěšnosti. Metody použité ve finanční analýze lze členit, dle Dluhošové, (2011), na deterministické a matematicko-statistické metody. Deterministické metody se používají pro běžnou finanční analýzu společnosti, např. pro analýzu souhrnného vývoje, pro kombinace trendů a struktury, pro analýzu odchylek a menší počet období. Mezi tyto metody se řadí: horizontální analýza, vertikální analýza, vertikálně-horizontální analýza, poměrová analýza, analýza soustav ukazatelů, analýza citlivosti. Matematicko-statistické metody posuzují determinanty a faktory vývoje, určují kauzální závislosti a vazby. Tyto metody pracují s údaji delších časových řad. Náleží zde metoda regresní analýzy, diskriminační analýzy, analýzy rozptylu a testování statistických hypotéz (t-test, F-test). (Dluhošová, 2010)



### 2.3.2.1.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza je analýzou vývojových trendů. Studuje změny absolutních ukazatelů a také jejich procentní změny v čase. Pracuje s údaji z finančních účetních výkazů minimálně z dvou po sobě jdoucích období. Absolutní změna informuje, o kolik jednotek se změnila příslušná položka v čase, viz vzorec (2.1). Procentuální změna vyjadřuje, o kolik procent se změnila příslušná položka v čase, viz vztah (2.2).

$$\text{Absolutní } \Delta = U_t - U_{t-1}, \quad (2.1)$$

$$\text{Relativní } \Delta = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

přičemž  $U_t$  je hodnota ukazatele běžného roku a  $U_{t-1}$  je hodnota ukazatele roku předchozího. (Dluhošová, 2010)

### 2.3.2.1.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza je analýza struktury. Představuje procentuální rozbor a posouzení podílu dílčích složek účetního výkazu k souhrnnému absolutnímu ukazateli. Výpočet se provádí dle vzorce (2.3).

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_t}{\sum U_t} \cdot 100, \quad (2.3)$$

přičemž  $U_t$  je hodnota dílčího ukazatele,  $\sum U_t$  je velikost absolutního ukazatele. (Dluhošová, 2010)

### 2.3.2.1.3 Poměrová analýza

Poměrová analýza předkládá rychlý obraz o základních finančních charakteristikách firmy. Poměrový ukazatel lze konstruovat jako poměr jedné nebo více účetních položek k jiné položce nebo její skupině. Údaje o účetních položkách vycházejí z kombinace jednotlivých účetních výkazů. Mezi poměrové ukazatele lze zařadit ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu.

## Ukazatele rentability

Tato skupina ukazatelů představuje výnosnost vloženého kapitálu. Informují o schopnosti podniku tvořit nové zdroje a dosáhnout zisku s využitím investovaného kapitálu. Ukazatele jsou předmětem zájmu akcionářů a investorů. Měly by dosahovat dlouhodobou udržitelnost. V diplomové práci se využívají ukazatele: rentabilita dlouhodobého kapitálu, rentabilita aktiv, rentabilita tržeb.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů. Informuje o tom, kolik korun čistého zisku připadne na jednu korunu vlastního kapitálu. Výpočet lze provést dle vztahu (2.4).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.4)$$

Rentabilita aktiv (ROA) poměří zisk před zdaněním a úroky s aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Ukazuje, kolik korun celkového vloženého kapitálu je zapotřebí k vytvoření jedné koruny zisku, viz vzorec (2.5).

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (2.5)$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE) vyjadřuje výnosnost dlouhodobého kapitálu. Udává, kolik korun dlouhodobého kapitálu je zapotřebí k získání jedné koruny zisku, viz vztah (2.6).

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{dlouhodobý kapitál}} \quad (2.6)$$

Rentabilita tržeb (ROS) znázorňuje efektivnost dosažení zisku, tzn., kolik korun čistého zisku připadá na jednu korunu tržeb. ROS vychází ze vzorce (2.7).

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \quad (2.7)$$

## Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity měří schopnost podniku dostat svým závazkům v dané výši a v čase. Odpovídají na otázku, jak rychle je schopen podnik přeměnit svá oběžná aktiva na peněžní prostředky. Pro účely posouzení platební schopnosti jsou využívány následující ukazatele: ukazatel celkové likvidity, pohotové likvidity a okamžité likvidity. Další ukazatel, který souvisí s touto skupinou ukazatelů je ukazatel čistého pracovního kapitálu.

Celková likvidita (běžná likvidita) poměří objem běžných aktiv a objem krátkodobých závazků v podniku. Její vývoj by měl být v čase stabilní a doporučuje se, aby se pohyboval v rozmezí intervalu 1,5 - 2,5. Podstatnější, než dosažení hodnot v daném rozmezí, je srovnání hodnot s podniky obdobného charakteru nebo s průměrem odvětví. Problém ukazatele spočívá v nižší vypovídající schopnosti, neboť nerozlišuje strukturu oběžných aktiv z hlediska likvidity a strukturu krátkodobých závazků z hlediska doby splatnosti. Výpočet se provádí dle vzorce (2.8).

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.8)$$

Pohotová likvidita srovnává pohotové prostředky s oběžnými aktivy. Mezi pohotové prostředky patří peněžní prostředky v pokladně a na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry, pohledávky po korekci. Uvedená likvidita by měla mít rostoucí trend a hodnoty v rozmezí od 1,0 do 1,5. Hodnoty závisí zároveň na typu činnosti podniku, na odvětví, do kterého je podnik zařazen a na firemních strategiích. Výpočet je výsledkem vztahu (2.9).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.9)$$

Okamžitá likvidita (pokladní likvidita) porovnává nejlikvidnější oběžná aktiva a krátkodobé závazky. Mezi nejlikvidnější oběžná aktiva lze řadit peněžní prostředky v pokladně a na účtech v bankách, šeky, krátkodobý finanční majetek. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí. Optimální hodnota dosahuje alespoň hodnoty 0,2. Ukazatel je vypočten dle vzorce (2.10).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.10)$$

Čistý pracovní kapitál (ČPK) vyjadřuje, jaká část oběžného majetku je financována dlouhodobými zdroji. Na tento rozdílový ukazatel se nahlíží z pohledu aktiv a pasiv. Výsledek dle vzorců (2.11) a (2.12) musí být shodný.

$$\text{ČPK z pohledu aktiv} = OA - CK_{KR}, \quad (2.11)$$

$$\text{ČPK z pohledu pasiv} = CK_{DL} - \text{stálá aktiva}, \quad (2.12)$$

přičemž OA jsou oběžná aktiva,  $CK_{KR}$  představuje cizí kapitál krátkodobý a  $CK_{DL}$  vyjadřuje cizí kapitál dlouhodobý.

### Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity lze charakterizovat jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Jedná se o ukazatele doby obratu, které vyjadřují délku jednoho obratu ve dnech a obratovosti, která měří intenzitu využití daného majetku za určitý interval. V diplomové práci se použily ukazatele: doba obratu a obrátky celkových aktiv, zásob, závazků, pohledávek.

Doba obratu celkových aktiv, viz vztah (2.13), ukazuje, za kolik dní se celkový majetek z podniku přemění na tržby. Hodnoty tohoto ukazatele by měly mít v čase klesající tendenci.

$$\text{Doba obratu celkových aktiv} = \frac{\text{aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.13)$$

Doba obratu zásob, viz vzorec (2.14), informuje o tom, za jak dlouho se zásoby přemění na peněžní prostředky. Čím menších hodnot podnik v čase dosahuje, tím efektivněji hospodaří se svými zásobami.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.14)$$

Doba obratu krátkodobých závazků vyjadřuje, za kolik dní je společnost schopna uhradit své závazky. Tento ukazatel by měl být v čase stabilní, neboť informuje o solidnosti a platební disciplíně k věřitelům. K výpočtu se používá vzorec (2.15).

$$\text{Doba obratu krátkodobých závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.15)$$

Doba obratu pohledávek vystihuje, za kolik dní průměrně dojde k úhradě pohledávek. Ukazatel odráží platební morálku odběratelů a strategii řízení pohledávek v podniku. V čase by měl klesat. Výpočet proveden dle vztahu (2.16).

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.16)$$

Obrátka celkových aktiv, viz vzorec (2.17), měří intenzitu využití majetku. V čase by měla mít rostoucí trend a slouží k mezipodnikovému srovnání.

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (2.17)$$

Obrátka zásob označuje, kolikrát jsou zásoby během roku prodány a opětovně naskladněny. K výpočtu je vzorec (2.18).

$$\text{Obrátka zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}} \quad (2.18)$$

Obrátka krátkodobých závazků sleduje poměr krátkodobých závazků a tržeb, viz vztah (2.19).

$$\text{Obrátka krátkodobých závazků} = \frac{\text{tržby}}{\text{krátkodobé závazky} - \text{krátkodobé úvěry}} \quad (2.19)$$

Obrátka pohledávek vypovídá o tom, kolikrát se pohledávky ve společnosti obrátí za jeden rok, viz vzorec (2.20).

$$\text{Obrátka pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}} \quad (2.20)$$

### **Ukazatele zadluženosti a finanční stability**

Úkolem analýzy finanční stability je posouzení zdrojů financování. Zadluženost informuje nejen o tom, zda podnik je zadlužen, ale i o úrokovém zatížení a schopnosti splácet své závazky. Pro analýzu se použily ukazatele: podíl vlastního kapitálu na aktivech, celková zadluženost, zadluženost vlastního kapitálu, úrokové krytí a úrokové zatížení.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech vyjadřuje finanční samostatnost podniku, tzn., z jaké míry jsou aktiva kryta vlastními zdroji. V čase trend tohoto ukazatele by měl růst. Výpočet ukazatele viz vzorec (2.21).

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}} \quad (2.21)$$

Celková zadluženost měří podíl věřitelů na celkových aktivech. Ukazatel odráží rizikovost pro věřitele a ovlivňuje výnosnost podniku. Trend tohoto ukazatele by měl v čase klesat. Celkovou zadluženost znázorňuje vzorec (2.22).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{aktiva}} \cdot 100 \quad (2.22)$$

Zadluženost vlastního kapitálu objasňuje, jak cizí zdroje pokrývají vlastní kapitál. Doporučeným intervalem, ve kterém by se měl tento ukazatel pohybovat je 80 % až 120 %. Ukazatel odráží postoj vlastníka firmy k riziku a je vypočten dle vzorce (2.23).

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.23)$$

Úrokové krytí vypovídá o tom, kolikrát je zajištěna úhrada úroků, kolikrát je společnost schopna pokrýt ze svého zisku úroky vzniklé s využitím cizího kapitálu. Má vypovídající schopnost nejen z pohledu výnosnosti pro vlastníka, ale i z pohledu platební schopnosti úroků pro věřitele. Vzorec (2.24).

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} \quad (2.24)$$

Úrokové zatížení informuje o tom, kolik procent zisku před zdaněním je odčerpáno na úroky. Ukazatel nejenom posuzuje vývoj rentability, ale i výnosnosti. Úrokové zatížení se získá ze vztahu (2.25).

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{nákladové úroky}}{EBIT} \cdot 100 \quad (2.25)$$

### **Ukazatele kapitálového trhu**

Předkládají informace o tom, jak vidí budoucnost podniku investoři. Kromě použití účetních dat, čerpají i z údajů kapitálového trhu. Podmínkou pro výpočet ukazatele kapitálového trhu je, aby podnik měl právní formu akciové společnosti a jeho akcie byly volně obchodovatelné na kapitálovém trhu a vedl podvojně účetnictví. Představí se ukazatele: Price-Earnings Ratio, ukazatel čistého zisku na akcii, ukazatel účetní hodnoty akcie, ukazatel dividendového výnosu, ukazatel dividendy na akcii, ukazatel dividendového krytí a Price/book value.

Price-Earnings Ratio předává informace o odhadu počtu potřebných let ke splácení ceny akcie jejím výnosem, tzv. ukazuje dobu návratnosti investice a rentabilitu. Sděluje, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za jednu jednotku měny vykazovaného zisku. Vyplývá to ze vzorce (2.26).

$$\text{Price} - \text{EarningsRatio} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii (EPS)}} \quad (2.26)$$

Ukazatel čistého zisku na akcii, viz vzorec (2.27), vyjadřuje, kolik připadá čistého zisku a jakou maximální výši dividend je možné vyplátit na jednu akcii. Čím vyšší hodnoty ukazatel dosahuje, tím investor bude spokojenější.

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet akcii}} \quad (2.27)$$

Ukazatel účetní hodnoty akcie určuje výkonnost a růst podniku. Trend tohoto ukazatele by měl mít růstový charakter. Výpočet lze provést dle vzorce (2.28).

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet akcii}} \quad (2.28)$$

Ukazatel dividendového výnosu. Prostřednictvím tohoto ukazatele lze vyjádřit výnosnost akcie. Výpočet podle vzorce (2.29) zohledňuje již skutečnou výši vyplacené dividendy.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.29)$$

Ukazatel dividendy na akcii udává poměr celkově vyplacených dividend a počtu akcií podniku. Předkládá částku, kterou vlastník obdrží na jednu akcii, viz vztah (2.30).

$$\text{Dividenda na akcii} = \frac{\text{úhrn ročních dividend}}{\text{počet emitovaných dividend}} \quad (2.30)$$

Ukazatel dividendového krytí hodnotí, kolikrát je dividendy pokryta připadajícím ziskem a zároveň vypovídá o použití zisku na jiný účel. Je dán vzorcem (2.31).

$$\text{Dividendové krytí} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{úhrn ročních dividend}} \quad (2.31)$$

Price/book value je ukazatelem, který oceňuje výkonnost podniku. Poukazuje na to, kolikrát tržní hodnota akcie převyšuje vlastní kapitál podniku připadající na jednu akcii. Vyplývá ze vzorce (2.32). (Dluhošová, 2010, Mařík, 2011, Růčková, 2011)

$$\text{Price/book value} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{vlastní kapitál na akcii}} \quad (2.32)$$

### 2.3.3 Analýza rizika

Z pohledu zadluženosti se provádí analýza rizika. V diplomové práci je zaměřena na celkové riziko, které se dále člení na provozní a finanční riziko.

**Provozní riziko** (podnikatelské riziko) ztvárňuje nejistotu ve výnosech, jejichž příčinou je proměnlivost prodeje nebo vysoká úroveň fixních provozních nákladů. Liší se podle odvětví nebo oboru, v němž podnik se realizuje. Analýza tohoto rizika je spjata se strukturou variabilních a fixních nákladů ve společnosti. Podnikatelské riziko je měřeno podle koeficientu provozního rizika, který vyjadřuje citlivost změny výsledku hospodaření před zdaněním a úroky (EBIT) na změnu tržeb, viz vzorec (2.33). Oznamuje podniku, o kolik procent se změní EBIT, jestliže se změní tržby o jedno procento.

$$\text{Koeficient provozního rizika} = \frac{\% \Delta \text{EBIT}}{\% \Delta \text{tržby}} \quad (2.33)$$

**Finanční riziko** odráží míru zapojení cizích zdrojů při financování firmy a toto riziko je neoddelitelně spjata s provozním rizikem. Uvedené riziko lze vyjádřit pomocí vztahu mezi zadlužením, provozním hospodařením a čistým ziskem. Jedná se o citlivost čistého zisku na změnu EBITU při stejné míře zadlužení a stejné úrokové sazbě. Lze vypočítat dle koeficientu finančního rizika, viz vzorec (2.34).

$$\text{Koeficient finančního rizika} = \frac{\% \Delta \text{EAT}}{\% \Delta \text{EBIT}} \quad (2.34)$$

**Celkové riziko** tvoří součet finančního a provozního rizika. Vyjadřuje citlivost změny čistého zisku na změny tržeb. Vypočte se pomocí koeficientu celkového rizika, viz vztah (2.35).

$$\text{Koeficient celkového rizika} = \frac{\% \Delta \text{EAT}}{\% \Delta \text{tržby}} \quad (2.35)$$



### 2.3.4 Bankrotní a bonitní modely

V předchozích podkapitolách se nahlíží na hodnocení finanční situace podniku prostřednictvím jednotlivých ukazatelů. Nyní se zhodnotí finanční situace podniku souhrnně pomocí jediného koeficientu. Představí se bankrotní modely (Altmanův index důvěryhodnosti a Index IN) a posléze bonitní modely (Quick test, Bilanční analýza I.).

#### Bankrotní modely

Bankrotní modely informují uživatele o ohrožení podniku bankrotem. Vychází se ze skutečnosti, že podnik je ohrožen úpadkem již určitou dobu před touto událostí a vykazuje typické bankrotní symptomy (problém s běžnou likviditou a rentabilitou celkového vloženého kapitálu, výši čistého pracovního kapitálu).

**Altmanův index** důvěryhodnosti vychází z propočtu indexu celkového hodnocení. Výpočet Altmanovy rovnice důvěryhodnosti, známé také jako Z-skóre (2.36), se stanoví jako součet hodnot pěti běžných proměnných ukazatelů, kterým je přiřazena různá váha. Cílem tohoto indexu je odlišit bankrotující podniky od společností, kterým pravděpodobnost bankrotu hrozí minimálně. Interpretace výsledku Z-skóre je následující: hodnoty nižší než 1,81 vyjadřují poměrně výrazné finanční problémy a možnost bankrotu. Hodnoty v intervalu od 1,81 do 2,98 se označují jako pásmo šedé zóny, výsledky jsou v normě. Hodnoty nad 2,99 informují o prosperitě, v budoucnosti nebude společnost ohrožena bankrotem.

$$Z - skóre = 1,2 \cdot \frac{\text{pracovní kapitál}}{\text{aktiva}} + 1,4 \cdot \frac{\text{vlastní kapitál} - \text{základní kapitál}}{\text{aktiva}} + 3,3 \cdot \frac{EBIT}{\text{aktiva}} + 0,6 \cdot \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{cizí zdroje}} + 1,0 \cdot \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (2.36)$$

**Index IN** neboli index důvěryhodnosti zachycuje ekonomickou situaci a zvláštnosti v účetních výkazech. Váhy indexu IN jsou vybrané podle odvětví. Váhy V2 a V5 jsou pro všechna odvětví stejné. Výpočty výsledku je možno interpretovat: je-li výsledek menší než 1, jde o projev finanční neduživosti, podnik má s velkou pravděpodobností existenční problémy. V rozmezí 1 až 2, podnik má nevyhraněné výsledky s potencionálním problémem. Je-li hodnota indexu vyšší než 2, jedná se o společnost s dobrým finančním zdravím. Uvedené hodnoty lze získat ze vzorce (2.37).

$$IN = 0,24 \cdot \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,11 \cdot \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} + 7,61 \cdot \frac{EBIT}{\text{aktiva}} + 0,48 \cdot \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (2.37)$$

$$+ 0,1 \cdot \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}} - 11,92 \cdot \frac{\text{závazky po lhůtě splatnost}}{\text{tržby}}$$

### Bonitní modely

Bonitní modely se opírají o zjištění finančního zdraví firmy. Snaží se zjistit, zda firma patří mezi dobré nebo špatné podniky. Srovnávají ji s dalšími společnostmi v daném odvětví či oboru.

**Quick test** (Kralickův rychlý test) se sestavuje ze čtyř ukazatelů, kde každý ukazatel pochází z jedné oblasti (stability, likvidity, rentability a hospodářského výsledku). Složení těchto ukazatelů má zabezpečit vyvážení analýzy jak ze strany finanční stability, tak z pozice výnosnosti podniku. Níže uvedený postup výpočtu, viz vzorce (2.38), (2.39), (2.40) a (2.41), je jednou z modifikací tohoto modelu. Ohodnocení tohoto testu je provedeno pomocí Tabulky č. 2.4. Každému ukazateli dle tabulky je přiřazena známka. Výsledná známka za celý test se vypočte jako průměr známek dosažených u jednotlivých ukazatelů v daném roce. Pokud je kritérium větší než 3, podnik se nachází ve špatné finanční situaci. Pokud je hodnota mezi 1 až 3, podnik se nachází v šedé zóně. Hodnoty menší než 1 ukazují, že analyzovaná společnost prosperuje a je finančně zdravá.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}} \quad (2.38)$$

$$\text{Podíl cash flow k obrátu} = \frac{\text{provozní cash flow}}{\text{provozní výnosy}} \quad (2.39)$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu} = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (2.40)$$

$$\text{Doba splácení dluhu} = \frac{\text{cizí zdroje} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní cash flow}} \quad (2.41)$$

Tabulka č. 2.4 Stupnice hodnocení Quick testu

Ukazatel	Stupnice hodnocení (známky)				
	Velmi dobrý	Dobrá	Střední	Špatný	Hrozba insolvence
	1	2	3	4	5
Podíl vlastního kapitálu (v %)	>30	>20	>10	<10	<0
Podíl cash-flow k obratu (v %)	>10	>8	>5	<5	<0
Rentabilita celkového kapitálu (v %)	>15	>12	>8	<8	<0
Doba splácení dluhu (v letech)	<3	<5	<12	>12	>30

Zdroj: Ručková (2008), vlastní zpracování

**Bilanční analýza I.** je soustavou čtyř základních ukazatelů a jednoho celkového ukazatele. Nevýhodou této analýzy je, že při zásadních rozhodnutích a srovnávání s různými společnostmi se jedná pouze o orientační pohled na situaci v podniku. Výhodou analýzy je její využití v jakémkoliv podniku bez ohledu na jeho velikost. Celkové hodnocení lze definovat jako vážený průměr hodnot dosažených u celkových ukazatelů jednotlivých skupin. Když hodnota tohoto ukazatele dosahuje nad 1, je systém považován za dobrý. Hodnota mezi 1 až 0,5 je považována za únosnou a hodnotu v intervalu 0,5 až 0 lze posuzovat za špatnou. Méně než 0 znamená, že společnost se nachází ve velmi kritickém stavu. Výpočet se provádí dle vzorců (2.42), (2.43), (2.44), (2.45) a (2.46). (Dluhošová, 2010, Kislingerová, 2001, Mařík, 2011, Ručková, 2011)

$$\text{Ukazatel stability } (S) = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{stálá aktiva}} \quad (2.42)$$

$$\text{Ukazatel likvidity } (L) = \frac{\text{finanční majetek} + \text{pohledávky}}{2,17 \cdot \text{krátkodobé dluhy}} \quad (2.43)$$

$$\text{Ukazatel aktivity } (A) = \frac{\text{tržby}}{2 \cdot \text{pasiva}} \quad (2.44)$$

$$\text{Ukazatel rentability } (R) = \frac{8 \cdot \text{EAT}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.45)$$

$$\text{Celkové hodnocení} = \frac{2 \cdot S + 4 \cdot L + 1 \cdot A + 5 \cdot R}{12} \quad (2.46)$$

### 2.3.5 Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Hlavním cílem fundamentální analýzy je stanovení vnitřní akcie společnosti. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti je vyvinutá řada metod a modelů. Výsledek metod a modelů se porovnává s tržním kurzem akcie. V porovnání mohou nastat situace: akcie je nadhodnocená, podhodnocená nebo správně oceněná. V případě, že vnitřní hodnota akcie podniku je menší než tržní cena, hodnotí se akcie jako nadhodnocená. Pokud je vnitřní hodnota akcie vyšší než tržní cena, jedná se o podhodnocenou akcii. V kapitole se popisují pouze některé metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Jedná se o dividendový diskontní model, model diskontovaných peněžních toků (DCF-Equity), ziskové modely (P/E ratio, P/BV ratio), bilanční model (účetní hodnota) a historické modely (P/S, P/D, P/CF). Závěrem kapitoly jsou k jednotlivým modelům přiřazeny váhy vyjadřující pravděpodobnost jejich významnosti dle vypovídající schopnosti. Konečná výsledná hodnota je stanovena na základě jejich součinu.

#### **Dividendový diskontní modely**

U těchto modelů se vychází z předpokladu, že vnitřní hodnotu akcie dané společnosti představuje součet všech budoucích očekávaných peněžních toků plynoucích z akcie (dividenda nebo peněžní prostředky z brzkého prodeje akcie), na diskontovanou současnou hodnotu. V praxi jsou uvedené modely častokrát používány. Pro aplikaci je důležitější vývoj v čase vyplácené hodnoty dividendy než absolutní hodnota. Dividendové diskontní modely se užívají při splnění tří předpokladů: dlouhodobé stabilní dividendové politiky, vysoké míry závislosti výše dividend a FCFE, stabilní struktury financování. V souvislosti s držbou akcií se modely rozlišují: na dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby a s konečnou dobou držby.

**Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby** se používají pro hodnocení akcií, které se v blízké budoucnosti nebudou prodávat. Vnitřní hodnota akcie těchto modelů je rovna součtu hodnot plynoucích z budoucích dividend z dané držby akcie. Hodnota by měla odrážet správné ohodnocení akcie z dlouhodobého hlediska. Nevýhodou je, že dané modely nejsou schopny zachytit krátkodobé odchylky skutečného kurzu akcie od její vnitřní hodnoty. Vzorec (2.47) zobrazuje obecný výpočet modelu.

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}, \quad (2.47)$$

kde  $V_0$  je cena akcie v běžném období,  $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$  jsou očekávané dividendy v jednotlivých letech a  $k$  je požadovaná výnosová míra akcie.

**Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby** lze použít u akcií, u kterých je uvažováno o brzkém prodeji. Cenu akcie tvoří nejen očekávaná dividenda, ale také prodejní kurzovní cena akcie. Model je vhodný pro použití pro krátké období, důvodem je schopnost odhadnout budoucí cenu akcie na jeden až dva roky dopředu. Výpočet modelu je proveden podle obecného vzorce (2.48).

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}, \quad (2.48)$$

kde  $N$  je období, v němž končí držba akcie,  $V_0$  je cena akcie v běžném období,  $D_n$  je očekávaná dividenda v jednotlivých letech,  $P_N$  je očekávaný akciový kurz na konci držby a  $k$  je požadovaná míra výnosu akcie.

Podle fází životního cyklu a budoucího vývoje výše vyplácení dividend dané společnosti se dividendové diskontní modely člení na: dividendový diskontní model s nulovým růstem, jednostupňové dividendové diskontní modely, dvoustupňové dividendové diskontní modely, třístupňové dividendové diskontní modely a H-model. Charakterizovat se budou pouze dvoustupňové dividendové diskontní modely, které jsou použity v této práci.

Dvoustupňové dividendové diskontní modely vycházejí z předpokladu dvou rozdílných měr růstu či poklesu dividend ve dvou různých obdobích (fázích). V první fázi se míra růstu prezentuje nadprůměrným nebo podprůměrným vývojem hospodaření daného podniku. Délku trvání fáze stanoví analytik dle svého uvážení a dle svých potřeb. V druhé fázi se poukazuje na vývoj sektoru nebo ekonomiky, v němž podnik působí. Její délka je většinou nekonečná. Výpočet lze provést podle vzorce (2.49).

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0 \cdot (1+g_1)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_0 \cdot (1+g_1)^T \cdot (1+g_2)}{(1+k)^T \cdot (k-g_2)}, \quad (2.49)$$

kde  $D_0$  je výše dividendy v běžném roce,  $g_1$  je míra růstu dividend v první fázi,  $g_2$  míra růstu dividend v druhé fázi,  $T$  je doba trvání první fáze a  $k$  je požadovaná míra výnosu. (Bodie, Kane, Marcus, 2011, Veselá, 2011)

## Modely diskontovaných peněžních toků

Tyto modely, oproti ostatním modelům, pracují i s volnými peněžními prostředky plynoucími z podnikatelské činnosti podniku, které zůstanou po výplatě dividend a splácení veškerých závazků ve společnosti. Předpoklady, pro tyto modely, jsou: existence efektivního kapitálového trhu, struktura kapitálu ve společnosti, která je tvořena pouze vlastním kapitálem a dluhem, existence jediné daně (daně důchodové), investice podniku dosahující do výše odpisů (důvodem je princip neomezeného trvání podniku). Mezi modely patří model Free Cash Flow to Equity (FCFE), model Free Cash Flow to Firm (FCFF), model upravené současné hodnoty volného cash flow (APV). V práci je použit jen model FCFE.

**Model FCFE** stanoví vnitřní hodnotu akcie na úrovni akcionářů, je zde oceněn jen vlastní kapitál podniku. Volné peněžní prostředky v tomto modelu představují prostředky zůstávající akcionářům z čistého zisku po úhradě úroků a splátek z úvěrů, jistin, kupónů z dluhopisů emitovaných společností a úhradě investičních výdajů. Dále tyto prostředky jsou navýšeny o hodnotu nově emitovaných dluhových instrumentů a odpisů, viz vzorec (2.50).

$$FCFE_0 = EAT + ODP - INV - \Delta\check{C}PK - \textit{splátka dluhu} + \textit{nově emitované dluhové instrumenty} \quad (2.50)$$

Diskontní míra modelu zahrnuje pouze náklady na vlastní kapitál. Z obecného pravidla platí, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál. Tento fakt je způsoben daňovým štítem u nákladů cizího kapitálu. Na základě vzorce (2.51), se stanoví hodnota podniku jako perpetuita.

$$V_0 = \frac{FCFE}{r_e}, \quad (2.51)$$

kde  $FCFE$  je volný cash flow pro vlastníky a  $r_e$  jsou náklady na vlastní kapitál.

Při stabilním růstu se vychází ze vzorce (2.52).

$$V_0 = \frac{FCFE}{r_e - g}, \quad (2.52)$$

kde  $FCFE$  je volný cash flow pro vlastníky,  $r_e$  jsou náklady na vlastní kapitál a  $g$  je očekávaný růst podniku.

Samotnou vnitřní hodnotu dvoufázového propočtu lze zjistit ze vzorce (2.53).

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_{e1})^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_{e2} - g_2)} \cdot (1+r_{e1})^{-T}, \quad (2.53)$$

kde  $r_{e1}$  jsou náklady vlastního kapitálu v první fázi,  $r_{e2}$  jsou náklady vlastního kapitálu ve druhé fázi, druhý zlomek vyjadřuje pokračující hodnotu ve druhé fázi,  $g$  je růst podniku v druhé fázi. (Bodie, Kane, Marcus, 2011, Veselá, 2011)

### Ziskové modely

Pracují s položkou čistý zisk. Při sestavení dochází k různým rozkladům a úpravám této položky. Výhodou je to, že patří do skupiny modelů, které zohledňují časovou hodnotu peněz. Z těchto modelů lze vyjádřit různé ukazatele kapitálového trhu: P/E ratio, P/BV ratio, P/S ratio. V diplomové práci se uvádí první dvě metody.

**Metoda založená na ukazateli P/E ratio** zobrazuje vztah mezi aktuálním kurzem akcie a čistým ziskem na akcii. Informuje o množství jednotek, které je nutno zaplatit za jednu jednotku zisku. Metoda se nedá použít v případě, když podnik dosahuje záporného výsledku hospodaření (ztrátu). Nedoporučuje se srovnání mezi firmami v různých zemích, odvětvích a v různých časových obdobích. Rozlišují se tři základní druhy: běžné P/E ratio, normální P/E ratio a Sharpovo P/E ratio.

Běžné P/E ratio informuje investory o míře atraktivnosti akcie. Vypočte se jako poměr aktuálního kurzu akcie a čistého zisku na akcii, viz vztah (2.54). Vypočtená hodnota se porovnává s ukazatelem Sharpovo P/E ratio, viz vztah (2.55). Srovnání sděluje, zda akcie je podhodnocená, nadhodnocená či správně oceněná.

$$\text{Běžné } P/E \text{ ratio} = \frac{P_0}{E_0}, \quad (2.54)$$

kde  $P_0$  je běžný kurz správně oceněné akcie a  $E_0$  je čistý zisk v běžném roce.

$$\text{Sharpovo } P/E \text{ ratio} = \frac{p \cdot (1+g)}{k-g}, \quad (2.55)$$

kde  $p$  je výplatní poměr,  $k$  je požadovaná výnosová míra,  $g$  je míra růstu zisku (dividend).

Normální P/E ratio slouží k výpočtu vnitřní hodnoty akcie společnosti. Výpočet se provádí dle vzorce (2.56).

$$\text{Normální } P/E \text{ ratio} = \left(\frac{P}{E}\right)_N \cdot E_1 = \left(\frac{p}{k-g}\right) \cdot E_1, \quad (2.56)$$

kde  $P_0$  je běžný kurz správně oceněné akcie,  $p$  je dividendový výplatní poměr,  $k$  je požadovaná výnosová míra akcie,  $g$  je míra růstu zisku (dividend),  $E_1$  je očekávaný čistý zisk v budoucím roce,  $(P/E)_N$  je normální P/E ratio.

**Metoda založená na ukazateli P/BV ratio** porovnává hodnoty aktuální ceny akcie a účetní hodnoty vlastního kapitálu na akcii. Informuje o množství peněžních jednotek, které předloží investoři za jednu peněžní jednotku vlastního kapitálu. Metoda není vhodná pro mezipodnikové srovnání, protože každá společnost má různé účetní vnitropodnikové směrnice. Existují tři druhy: běžné P/BV ratio, normální P/BV ratio a Sharpovo P/BV ratio.

Běžné P/BV ratio, viz vzorec (2.57), znázorňuje podíl aktuálního kurzu akcie k běžné účetní hodnotě vlastního kapitálu na akcii, tedy zobrazuje relativní skutečnou cenu akcie na trhu. Výsledek tohoto ukazatele se srovnává se Sharpovým P/BV ratiem, viz vztah (2.58). Srovnání stanoví, zda akcie je nadhodnocená, podhodnocená nebo správně oceněná.

$$\text{Běžné } P/BV \text{ ratio} = \frac{P_0}{BV_0}, \quad (2.57)$$

kde  $P_0$  je aktuální tržní kurz akcie a  $BV_0$  je běžná účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii.

$$\text{Sharpovo } P/BV \text{ ratio} = \frac{ROE \cdot p \cdot (1+g)}{k-g}, \quad (2.58)$$

kde  $ROE$  je rentabilita vlastního kapitálu,  $p$  je výplatní poměr,  $k$  je požadovaná výnosová míra,  $g$  je míra růstu zisku (dividend).

Normální P/BV ratio slouží k zjištění vnitřní hodnoty akcie, viz vzorec (2.59).

$$\text{Normální } P/BV \text{ ratio} = \left(\frac{P}{BV}\right)_N \cdot BV_1 = \left(\frac{ROE \cdot p}{k-g}\right) \cdot BV_1, \quad (2.59)$$

kde  $ROE$  je rentabilita vlastního kapitálu,  $p$  je výplatní poměr,  $k$  je požadovaná výnosová míra,  $g$  je míra růstu zisku (dividend),  $BV_1$  je účetní hodnota na akcii pro následující rok. (Bodie, Kane, Marcus, 2011, Veselá, 2011)



## Bilanční model

Je to soubor metod vycházejících z účetních výkazů společnosti a nerespektující časovou hodnotu peněz. K těmto modelům patří: nominální hodnota, účetní hodnota, substanční hodnota, likvidační hodnota, reprodukční hodnota, substituční hodnota. V práci se použila jen účetní hodnota.

**Účetní hodnota** se vypočte jako rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem, rozdíl následně podělí počtem vydaných akcií. Výsledná účetní hodnota představuje vnitřní hodnotu akcie. Nevýhodou hodnocení je, že aktiva jsou v historických cenách a nevypovídají o budoucí výnosové perspektivě. (Veselá, 2011)

## Historické modely

Historické modely stanoví hodnotu akcie na základě historických dat. Protože se nezohledňuje časová hodnota peněz, nedochází k diskontování na současnou hodnotu. Podstatou je zprůměrování minulého vývoje tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow pro jednotlivé metody. Poté se vypočítají historické poměry průměrného akciového kurzu k průměrným hodnotám zbývajících veličin. Následně se historické poměry násobí příslušnou očekávanou veličinou (tržby, dividendy, účetní hodnota, cash flow). Zjistí se vnitřní hodnota dané akcie, která obsahuje nejen minulý vývoj, ale i očekávání do budoucna. Mezi často používané modely se řadí model P/S, model P/D, model P/BV a model P/CF. K výpočtům se aplikovaly v diplomové práci pouze modely P/S, P/D a P/CF.

**Model P/S** porovnává historický tržní kurz akcie s průměrně historickou výší tržeb na jednu akcii. Výpočet vnitřní hodnoty podle modelu P/S vyjadřuje vztah (2.60).

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A} \quad V_0 = (P/S)_H * S_1, \quad (2.60)$$

kde  $S_1$  je očekávaná výše tržeb pro příští rok,  $P_A$  je průměrný historický kurz akcie,  $S_A$  je průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii,  $V_0$  je běžná vnitřní hodnota akcie,  $(P/S)_H$  je historický poměr ceny akcie a tržeb.

**Model P/D** lze vyjádřit poměrem průměrných historických tržeb akcie k průměrné historické výši dividendy na jednu akcii. Vyplyvá to ze vztahu (2.61).

$$(P/D)_H = \frac{P_A}{D_A} \quad V_0 = (P/D)_H * D_1, \quad (2.61)$$

kde  $D_1$  je očekávaná výše dividend pro příští rok,  $P_A$  je průměrný historický kurz akcie,  $D_A$  je průměrná historická výše dividend připadající na jednu akcii,  $V_0$  je běžná vnitřní hodnota akcie,  $(P/D)_H$  je historický poměr ceny akcie a dividendy.

**Model P/CF** poměřuje historickou tržní hodnotu akcie a průměrnou historickou výši cash flow na jednu akcii, viz vzorec (2.62).

$$(P/CF)_H = \frac{P_A}{CF_A} \quad V_0 = (P/CF)_H * CF_1, \quad (2.62)$$

kde  $CF_1$  je očekávaná výše cash flow pro příští rok,  $P_A$  je průměrný historický kurz akcie,  $CF_A$  je průměrná historická výše cash flow připadající na jednu akcii,  $V_0$  je běžná vnitřní hodnota akcie,  $(P/CF)_H$  je historický poměr ceny a cash flow. (Bodie, Kane, Marcus, 2011, Veselá, 2011)

### 2.3.6 Výpočet vstupních parametrů pro určení vnitřní hodnoty akcie

Pro přesnější výpočet vnitřní hodnoty akcie je důležitý správný odhad míry růstu dividend (zisku), míry růstu cash flow a požadované výnosové míry.

#### **Odhad míry růstu dividend (zisku) a míry růstu cash flow**

Míru růstu dividend a míru růstu cash flow lze odhadnout pomocí řady metod. Používá se historická míra růstu dividend a cash flow, odhad pomocí finančních ukazatelů, odhad růstu podle predikace analytika, odhad na základě regresní analýzy. V diplomové práci ke zjištění míry růstu zisku a míry cash flow se užil odhad na základě regresní analýzy.

Regresní analýza spočívá ve znázornění časové řady historických dividend a cash flow, kterými se proloží přímka. Přímka odpovídá vývoji časové řady. Konstrukci regresní přímky lze provést pomocí funkce v programu Microsoft Excel.

## Výpočet požadované výnosové míry

Pro výpočet požadované výnosové míry se používá vážený průměr nákladů celkového kapitálu nebo požadovaný výnos vlastního kapitálu. Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu se užívá např. Gordonův růstový model, model APT, model CAPM a ostatní. Pro výpočet požadované míry výnosnosti byl využit model CAPM.

Model CAPM oceňuje kapitálová aktiva. Řeší vztah mezi očekávaným výnosem aktiva a systematickým rizikem za podmínek tržní rovnováhy. Předpokladem modelu je, že očekávaný výnos akcie je závislý na bezrizikové výnosové míře, beta koeficientu dané společnosti a rizikové prémii kapitálového trhu. Riziková premie se vypočte jako rozdíl výnosové míry z tržního portfolia a bezrizikové výnosové míry. Model CAPM vyplývá ze vztahu (2.63).

$$E(r_i) = r_f + \beta \cdot [E(r_m) - r_f], \quad (2.62)$$

kde  $E(r_i)$  je očekávaný výnos,  $r_f$  bezriziková úroková míra,  $\beta$  faktor představuje veličinu, pomocí které se měří systematické riziko,  $E(r_m)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

V praxi za bezrizikovou výnosovou míru se často považuje výnos z pokladničních poukázek nebo výnos z dlouhodobých státních dluhopisů. Koeficient beta lze stanovit na základě publikovaných odhadů nebo odhadnout pomocí regresní analýzy. Výnos tržního portfolia je průměrem výnosu vybraného burzovního indexu za určité časové období. (Veselá, 2011)

### 2.3.7 SWOT analýza

SWOT analýza je metoda, která analyzuje silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby spojené s určitým podnikem. Tvoří ji dvě analýzy, analýza SW a analýza OT. Analýza SW se týká vnitřního prostředí firmy. Vnitřním prostředím firmy jsou myšleny: cíle podniku, finanční zdroje, materiální prostředí, firemní kultura, organizační struktura, kvalita managementu a strategie. Analýza OT neboli analýza příležitostí a hrozeb, které přicházejí z vnějšího prostředí firmy, a to jak z makroprostředí, tak i z mikroprostředí. Makroprostředí je tvořeno ekonomickými, sociálně kulturními, politicko-právními a technologickými faktory. Mikroprostředí zahrnuje veřejnost, konkurenci, odběratele, dodavatele a v neposlední řadě zákazníky.

### 3 Globální a odvětvová analýza

Tato kapitola je věnována analýze jednotlivých makroekonomických faktorů, které jsou součástí globální analýzy a zkoumají ekonomické prostředí, v němž podnik se nachází. Dále se zabývá odvětvovou analýzou, která analyzuje odvětvové faktory ovlivňující výši a stabilitu zisku a tržeb pro danou společnost. Obě analýzy se zabývají zkoumáním jednotlivých faktorů v závislosti na působení na kurz akcie.

#### 3.1 Globální analýza

Globální analýza studuje vztahy mezi makroekonomickými faktory a cenou akcie a snaží se stanovit prognózy vývoje akciového trhu. Mezi jednotlivé faktory patří: úroková míra, inflace, reálný výstup ekonomiky, nezaměstnanost, peněžní zásoba, fiskální politika, devizové kurzy, politické a ekonomické šoky. Poněvadž analyzovaná společnost Philip Morris ČR, a. s. více než 50 % své produkce vyváží v rámci Evropské unie, bude se globální analýza věnovat nejen vývoji v České republice, ale také vývoji v Evropské unii. Jednotlivé faktory jsou pak porovnány s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. k 31. 12. daného roku. Dále je provedena predikce těchto faktorů.

#### Vývoj úrokových měr

Pro realizaci analýzy úrokových měr je předmětem sledování vývoj výnosu 10letého státního dluhopisu a rovněž sazby 3měsíčního PRIBORu<sup>1</sup> k vývoji akciového kurzu.

**Tabulka č. 3.1** Průměrný roční vývoj mezibankovní úrokové sazby a výnosnosti 10letých státních dluhopisů (v %) v letech 2003 - 2014

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
3M PRIBOR	2,1	2,6	2,2	2,6	4,1	3,9	1,6	1,2	1,2	0,5	0,4	0,3
Výnos 10letého státního dluhopisu	4,8	4,1	3,6	3,8	4,7	4,3	3,9	3,9	3,7	1,9	2,2	0,7

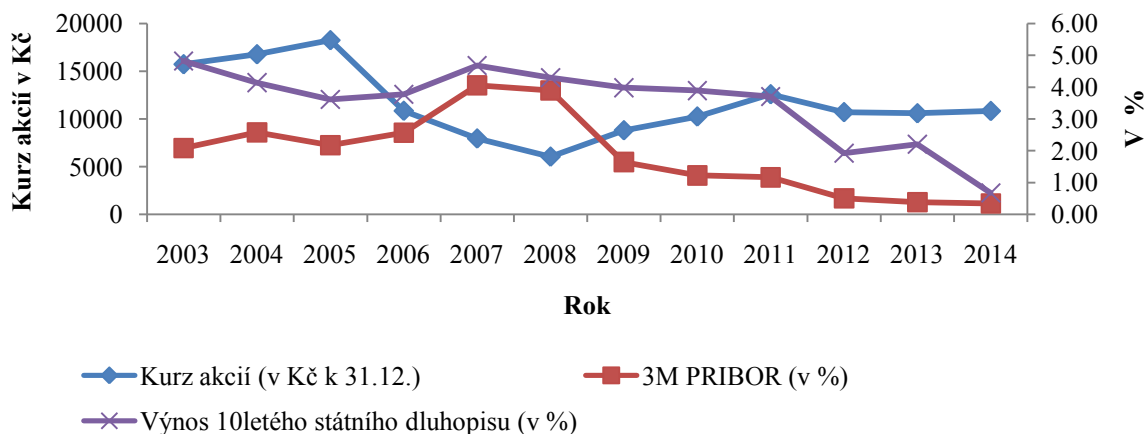
**Zdroj:** vlastní zpracování na základě informací z ČNB

Průměrný roční vývoj úrokových měr dle Tabulky č. 3.1 je nerovnoměrný s klesajícím trendem. Nejvyšší hodnoty jsou dosaženy v roce 2007 a 2008. Důvodem je recese zapříčiněna

<sup>1</sup> 3M Pribor je tři měsíční referenční úroková sazba na českém mezibankovním trhu.

celosvětovou ekonomickou krizí. V současné době dosahují úrokové míry nejnižších hodnot za sledované období. Graf č. 3.1 zobrazuje inverzní vztah vývoje akciového kurzu k vývoji úrokových měr, tzn., jestli úrokové sazby vzrostou, tak lze očekávat pokles kurzu akcie a naopak. Predikce vývoje jednotlivých úrokových sazeb zpracována na základě informací Ministerstva financí ČR, viz Tabulka č. 3.2, naznačuje vzrůst úrokových sazeb.

**Graf č. 3.1** Průměrný roční vývoj mezibankovní úrokové sazby a výnosnosti 10letých státních dluhopisů (v %) v porovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2003 - 2014



**Zdroj:** vlastní zpracování na základě informací z ČNB a BCPP

**Tabulka č. 3.2** Predikce průměrného ročního vývoje mezibankovní úrokové sazby a výnosnosti 10letých státních dluhopisů (v %) v letech 2015 - 2017

Položka	2015	2016	2017
3M PRIBOR	0,4	0,8	1,0
Výnos 10letého státního dluhopisu	1,7	2,1	2,4

**Zdroj:** vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR

### Vývoj inflace

Dalším analyzovaným makroekonomickým faktorem je vývoj inflace, který je sledován nejen v České republice, ale i v Evropské unii.

**Tabulka č. 3.3** Průměrný roční vývoj inflace v ČR a EU (v %) v letech 2003 - 2014

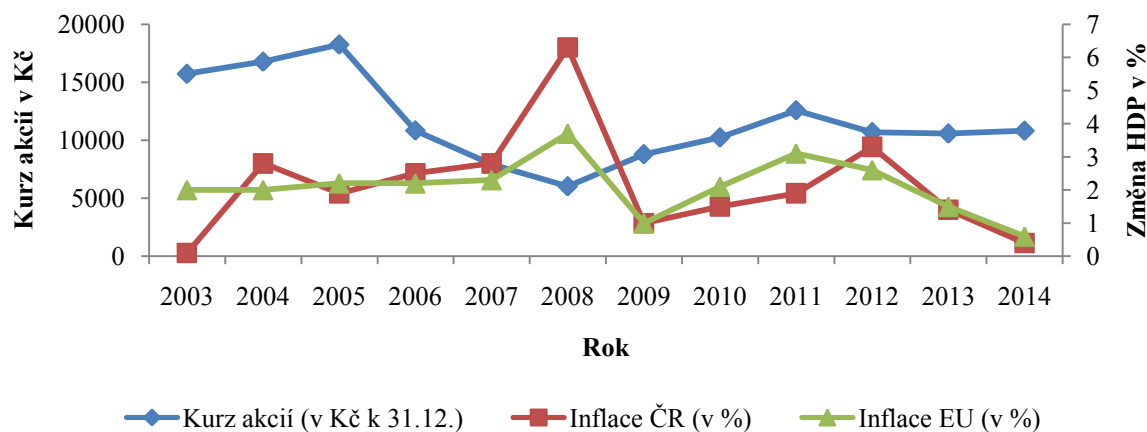
Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflace ČR	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4
Inflace EU	2,0	2,0	2,2	2,2	2,3	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,5	0,6

**Zdroj:** vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ a Evropské komise

Tabulka č. 3.3 znázorňuje průměrný roční vývoj inflace v České republice a Evropské unii a informuje o jejich vysoké míře závislosti. Česká národní banka od roku 1998 zastává

režim cílování inflace. Nejvyšší hodnota míry inflace v ČR je dosažena v roce 2008. Hodnota je jedna z největších ve srovnání s ostatními zeměmi eurozóny. Důvodem je především úprava daňového systému a zvýšení cen potravin. V následujícím roce se naplno projevila hospodářská recese, která ovlivnila poptávku domácností a míra inflace dosáhla pouhého 1 %. V posledních letech dochází k poklesu vývoje inflace jak v ČR, tak i v EU. Mezi kurzem akcie a inflací, dle Grafu č. 3.2, je mírný negativní vztah. V Tabulce č. 3.4 je zobrazen předpokládaný vývoj inflace z informací od Ministerstva financí České republiky a od společnosti PricewaterhouseCoopers<sup>2</sup>.

**Graf č. 3.2** Průměrný roční vývoj inflace v ČR a EU (v %) v porovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2003 - 2014



**Zdroj:** vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ a Evropské komise

**Tabulka č. 3.4** Predikce průměrného ročního vývoje inflace v ČR a EU (v %) v letech 2015 - 2017

Položka	2015	2016	2017
Inflace ČR	1,5	1,9	2,0
Inflace EU	0,1	1,4	1,4

**Zdroj:** vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR a PWC

<sup>2</sup> PricewaterhouseCoopers je mezinárodní síť poradenský společností.

## Vývoj reálného výstupu ekonomiky

Pro analýzu vývoje reálného výstupu ekonomiky je použita meziroční změna reálného produktu ČR a EU.

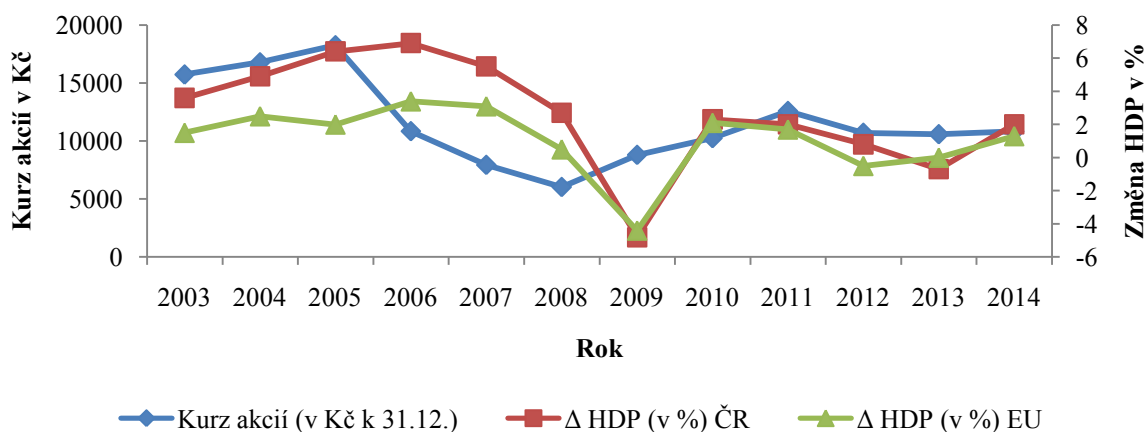
Tabulka č. 3.5 Průměrný roční vývoj změny HDP v ČR a EU (v %) v letech 2003 - 2014

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Δ HDP ČR	3,6	4,9	6,4	6,9	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	0,8	-0,7	2,0
Δ HDP EU	1,5	2,5	2,0	3,4	3,1	0,5	-4,4	2,1	1,7	-0,5	0,0	1,3

Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ a Evropské komise

Tabulka č. 3.5 znázorňuje průměrný roční vývoj změny HDP ČR a EU, která je do vysoké míry vzájemně závislá. Důvodem je provázanost evropských ekonomik. Do roku 2007 HDP se vyvíjelo poměrně stabilním růstem. V následujících letech došlo k náhlému zpomalení a propadu do recese, kterou způsobila celosvětová ekonomická krize. Došlo nejen v ČR, ale i v EU k zastavení růstu ekonomiky. V roce 2010 dochází k mírnému oživení, po kterém následuje opět propad do recese. Z Grafu č. 3.3 lze usoudit, že akciový kurz v krátkém a středním časovém výhledu předbíhá vývoj HDP, existuje tedy pozitivní funkční závislost mezi těmito veličinami. V letech 2015 až 2017 z informací Ministerstva financí ČR vyplývá stagnace HDP v ČR a slabší vývoj HDP v EU, viz Tabulka č. 3.6.

Graf č. 3.3 Průměrný roční vývoj změny HDP v ČR a EU (v %) v porovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2003 - 2014



Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ a Evropské komise

**Tabulka č. 3.6** Predikce průměrného ročního vývoje změny HDP v ČR a EU (v %) v letech 2015 - 2017

Položka	2015	2016	2017
Δ HDP ČR	2,5	2,5	2,5
Δ HDP EU	1,1	1,8	2,1

*Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR*

### Vývoj nezaměstnanosti

Vývoj nezaměstnanosti v České republice a v Evropské unii patří mezi další analyzované faktory globální analýzy.

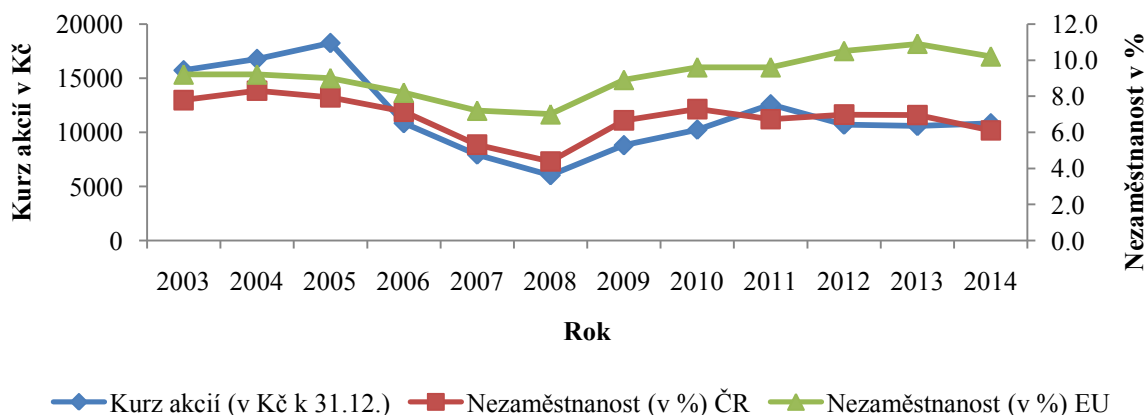
**Tabulka č. 3.7** Průměrný roční vývoj nezaměstnanosti v ČR a EU (v %) v letech 2003 - 2014

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nezaměst. ČR	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1
Nezaměst. EU	9,2	9,2	9,0	8,2	7,2	7,0	8,9	9,6	9,6	10,5	10,9	10,2

*Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ a Evropské komise*

Nezaměstnanost v České republice až do roku 2008 měla klesající tendenci. V roce 2009 tato tendence byla ukončena ekonomickou recesí. V následujících letech dochází k mírnému kolísání výše nezaměstnanosti v ČR, v rozmezí 1 %. V porovnání s nezaměstnaností v Evropské unii je nezaměstnanost v ČR poměrně nižší, viz Tabulka č. 3.7. Z Grafu č. 3.4 vyplývá, že vývoj nezaměstnanosti v ČR a EU, ve srovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s., má pozitivní závislost. Budoucí vývoj nezaměstnanosti má klesající tendenci, opírá se o informace poskytované Ministerstvem financí ČR a Evropské komise viz Tabulka č. 3.8.

**Graf č. 3.4** Průměrný roční vývoj nezaměstnanosti v ČR a EU (v %) v porovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2003 - 2014



*Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ a Evropské komise*



Tabulka č. 3.8 Predikce průměrného ročního vývoje nezaměstnanosti v ČR a EU (v %) v letech 2015 - 2017

Položka	2015	2016	2017
Nezaměstnanost ČR	6,1	5,9	5,7
Nezaměstnanost EU	10,0	9,5	9,2

Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR a Evropské komise

### Vývoj peněžní zásoby

Akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. jsou veřejně obchodovatelné na burze cenných papírů Praha. Proto je sledována především peněžní nabídka v České republice, a to konkrétně měnové agregáty M2<sup>3</sup> a M3<sup>4</sup>.

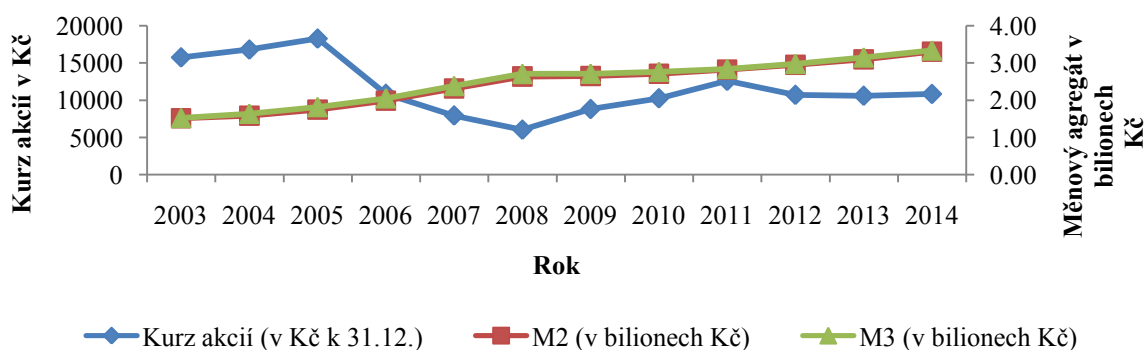
Tabulka č. 3.9 Průměrný roční vývoj měnových agregátů M2 a M3 (v bilionech) v letech 2003 - 2014

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
M2	1,51	1,58	1,75	1,98	2,31	2,63	2,65	2,71	2,82	2,95	3,10	3,30
M3	1,52	1,63	1,81	2,05	2,38	2,70	2,71	2,76	2,84	2,97	3,14	3,33

Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČNB

Průměrný roční vývoj těchto měnových agregátů, znázorněných v Tabulce č. 3.9, ve sledovaném období poukazuje na poměrně konstantní růst, s výjimkou v roce 2008, kdy je růst zmírněn důsledkem ekonomické recese. Ve srovnání s akciovým kurzem společnosti Philip Morris ČR, a. s. peněžní nabídka by měla v krátkém období plnit funkci předběhajícího indikátoru a ovlivňovat ho pozitivně, viz Graf č. 3.5. Budoucí vývoj měnových agregátů má konstantní růst a je vypočten pomocí programu SPSS, Tabulka č. 3.18.

Graf č. 3.5 Průměrný roční vývoj měnových agregátů M2 a M3 (v bilionech) v porovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2003 - 2014



Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČNB

<sup>3</sup> M2 zahrnuje M1, vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců a vklady se splatností do dvou let.

<sup>4</sup> M3 obsahuje M2, podílové listy fondů peněžního trhu, emitované dluhové cenné papíry se splatností do dvou let a repo operace.

Tabulka č. 3.10 Predikce průměrného ročního vývoje měnových agregátů M2 a M3 (v bilionech) v letech 2015 - 2017

Položka	2015	2016	2017
M2	3,46	3,63	3,79
M3	3,49	3,66	3,82

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtu z programu SPSS

## Fiskální politika

V rámci fiskální politiky je pro společnost především podstatné zdanění zisku podniku.

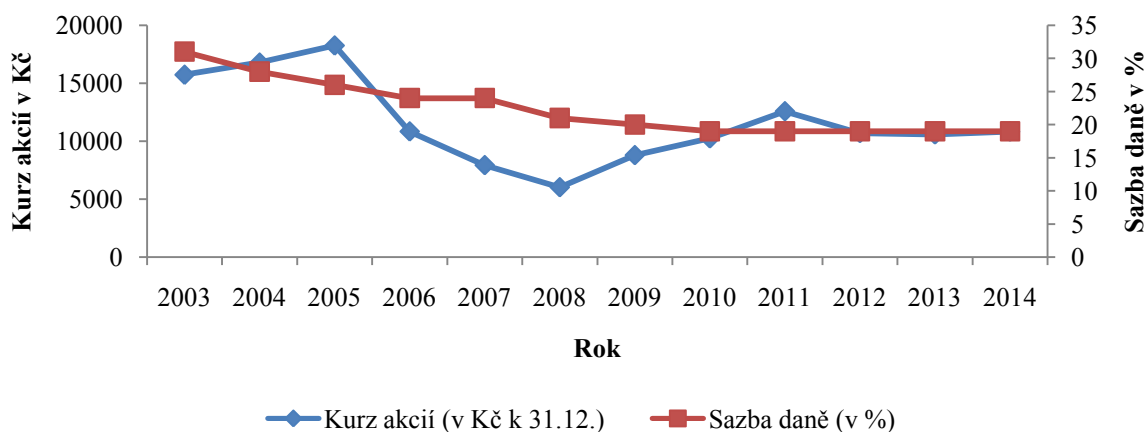
Tabulka č. 3.11 Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob (v %) v letech 2003 - 2014

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sazba daně	31	28	26	24	24	21	20	19	19	19	19	19

Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR

Tabulka č. 3.11 znázorňuje postupně klesající tendenci zdanění zisku společnosti. Nynější sazba daně je 19 %. Z informací z Poslanecké sněmovny je známé, že v následujících letech by se úroveň míry zdanění neměla změnit, viz Tabulka č. 3.12. Z Grafu č. 3.6 vyplývá, že akciový kurz a sazba daně z příjmu právnických osob mají spíše negativní vztah.

Graf č. 3.6 Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob (v %) v porovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2003 - 2014



Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR

Tabulka č. 3.12 Predikce vývoje daně z příjmu právnických osob (v %) v letech 2015 - 2017

Položka	2015	2016	2017
Sazba daně	19	19	19

Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR

## Vývoj devizových kurzů

Na celkové finanční výsledky firem má značný vliv vývoj devizových kurzů. Tabulka č. 3.13 zobrazuje průměrný roční vývoj české koruny k euru a také k americkému dolaru.

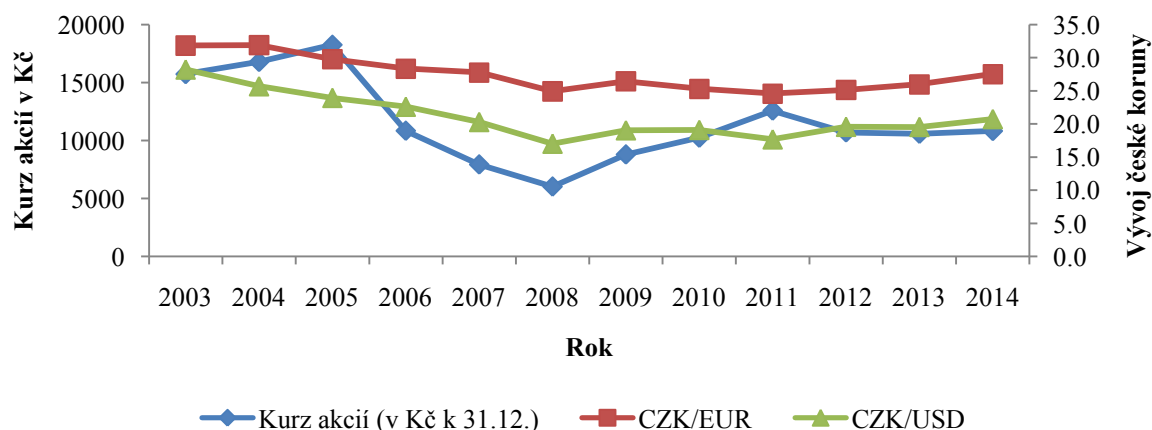
Tabulka č. 3.13 Průměrný roční vývoj devizových kurzů v letech 2003 - 2014

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZK/EUR	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	24,9	26,4	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5
CZK/USD	28,2	25,7	23,9	22,6	20,3	17,0	19,1	19,1	17,7	19,6	19,6	20,7

Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ

Do roku 2008 lze sledovat posilování koruny vůči oběma sledovaným měnám. Posléze došlo téměř ke stabilizaci. V roce 2013 poprvé Česká národní banka zahájila intervenci na devizovém trhu s cílem oslabit hodnotu koruny vůči euru. V porovnání s vývojem kurzu akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. je zřejmá nulová korelace, viz Graf č. 3.7. Budoucí vývoj koruny vůči euru a americkému dolaru je ukázán v Tabulce č. 3.14.

Graf č. 3.7 Průměrný roční vývoj devizových kurzů v porovnání s vývojem akciového kurzu společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2003 - 2014



Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z ČSÚ

Tabulka č. 3.14 Predikce průměrného ročního vývoje devizových kurzů v letech 2015 - 2017

Položka	2015	2016	2017
CZK/EUR	27,5	27,4	26,9
CZK/USD	21,2	21,1	20,7

Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z Ministerstva financí ČR

## **Shrnutí globální analýzy**

Ekonomika České republiky a Evropské unie se postupně dostává do vzestupné části hospodářského cyklu. K mírnému oslabení růstu HDP v EU by mělo dojít v následujících letech. Na tomto vývoji bude mít především vliv ekonomická situace v Řecku, ale i neproniknutí dluhové krize v jiných zemích, a také doba trvání sankční blokády pro Rusko. HDP v ČR, který je tažen především exportem, čeká stagnace s možným mírným růstem. Mírný hospodářský růst povede ke snížení nezaměstnanosti a ke zrychlení růstu mezd. Průměrná míra inflace by měla růst velmi pomalu díky výraznému propadu cen ropy, některé země EU budou bojovat i s deflací. Česká národní banka (ČNB) nehodlá ukončit režim devizových intervencí dříve než ve druhé polovině roku 2016. Bude bránit posílení koruny pod 27 CZK/EUR. Návazně na intervence ČNB počítá se stabilní nízkou tržní úrokovou mírou až do konce roku 2016.

### **3.2 Odvětvová analýza**

Cílem odvětvové analýzy je zjistit, jak odvětvové rysy ovlivňují výši a stabilitu zisku a tržeb dané společnosti při stanovení vnitřní hodnoty akcie. Odvětvová analýza hodnotí životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, strukturu trhu odvětví, role regulatorních orgánů a prognózu budoucího vývoje odvětví. Analyzovaná společnost Philip Morris ČR, a. s. je výrobcem a prodejcem tabákových výrobků se sídlem v Kutné Hoře. Její působení v ČR sahá do roku 1987, kdy Československý tabákový průmysl, předchůdce státního Tabáku, a. s., započal licenční výrobu cigaret značky Marlboro. Společnost nyní zaměstnává přibližně 1 200 zaměstnanců. Podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) je činnost této společnosti zařazena do skupiny výrobců s označením 12 (výroba tabákových výrobků).

#### **Životní cyklus odvětví**

Společnost Philip Morris ČR, a. s. se nachází v uzavírající fázi životního cyklu, tj. stabilizační fáze. Tato fáze je charakteristická stabilním vývojem čistého zisku a tržeb na určité hladině, kterou společnost dlouhodobě dosahuje. Tabulka č. 3.15 ukazuje na fakt, že v posledních dvou letech čistý zisk a výše tržeb mají mírný pokles. Za tímto poklesem stojí hlavně stále zdražující tendence tabákových výrobků a přesun zákazníků k levnějším tabákovým značkám. Společnost Philip Morris ČR, a. s. se snaží v této fázi životního cyklu

inovovat své výrobky, např. zlepšovat chuť tabáků, nabízet ochucené cigarety, nový design cigaret i balení a nabízet nové druhy cigaret.

**Tabulka č. 3.15** Vývoj čistého zisku a tržeb společnosti Philip Morris ČR, a. s. (v milionech Kč) v letech 2006 - 2013

<b>Položka</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Čistý zisk	1 906	1 968	1 693	2 506	2 390	2 541	2 441	2 227
Tržby	10 031	10 369	9 749	11 690	11 402	12 155	12 963	12 770

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

### **Vliv hospodářského cyklu na odvětví**

Odvětví výroby tabákových výrobků se řadí mezi neutrální odvětví vzhledem k hospodářskému cyklu. Neutralita je zapříčiněna nízkou elasticitou. Tabákové výrobky lze zařadit mezi návykové látky, u kterých se dá očekávat, že je spotřebitelé budou nakupovat ve stejné míře jak v období ekonomické expanze, tak i v době recese. Avšak může dojít k substituci dražších tabákových výrobků za levnější v době ekonomické recese a naopak při ekonomické expanzi. Koeficient beta, který vyjadřuje závislost mezi výnosem daného odvětví (výroba tabákových výrobků) a tržním indexem, dosahuje hodnot menších než 1<sup>5</sup>. Což potvrzuje neutralitu odvětví.

### **Struktura trhu odvětví**

V tomto odvětví v České republice stabilně působí tyto čtyři společnosti: Philip Morris ČR, Imperial Tobacco, British American Tobacco, Japan Tobacco International. Tyto společnosti kontrolují kolem 90 % trhu v ČR. Proto lze je zařadit jako diferencovaný oligopol. Znakem tohoto oligopolu je malý počet podniků, které se zabývají výrobou a distribucí tabákových výrobků a diferencí těchto výrobků. Diferencí je myšleno, že z pohledu spotřebitele je tabákový výrobek vnímán podle výrobce a značky. Tržní podíl společnosti Philip Morris ČR, a. s. se pohybuje kolem 48 % z českého trhu. Tento podíl má v posledních letech klesající tendenci díky substitucím za levnější konkurenční výrobky.

### **Role regulaturních orgánů**

Odvětví tabákového průmyslu je z hlediska státní regulace značně regulováno celou řadou regulačních opatření, neboť tabákové výrobky jsou označovány jako návykové

<sup>5</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

látky. Regulačními opatřeními jsou např.: zákaz prodeje osobám do 18 let, zákaz kouření na vymezených místech, omezení reklamy tabákových výrobků, zdravotní varování na obalech, povinnost výrobců uvádět na obalu obsah škodlivých látek. Na výrobky je státem uvalena daň z přidané hodnoty, také i spotřební daň. Regulace tabákového odvětví má spíše negativní vliv na vývoj cen akcie.

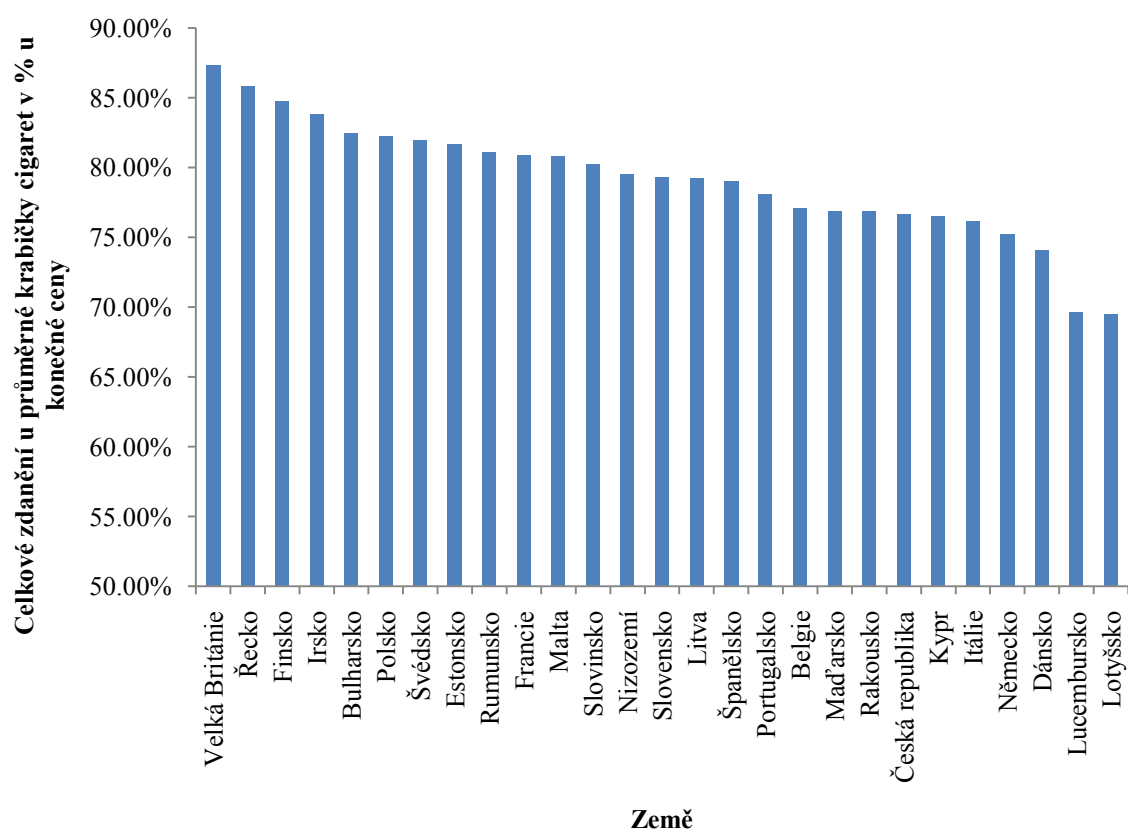
**Tabulka č. 3.16** Vývoj spotřební daně na cigaret v ČR

Účinnost	Sazba daně - pevná část Kč/kus	Sazba daně - procentní část (v %)	Minimální daň Kč/kus
1. 5. 2004	0,48	23	0,94
1. 7. 2005	0,60	24	1,13
1. 4. 2006	0,73	25	1,36
1. 3. 2007	0,88	27	1,64
1. 1. 2008	1,03	28	1,92
1. 2. 2010	1,07	28	2,01
1. 1. 2012	1,12	28	2,10
1. 1. 2013	1,16	27	2,18
1. 1. 2014	1,19	27	2,25
1. 12. 2014	1,29	27	2,37

*Zdroj: vlastní zpracování na základě informací z Celní správy ČR*

Vývoj spotřební daně na cigaretu v ČR je zaznamenán v Tabulce č. 3.16. Lze pozorovat, že od roku 2004 do současnosti došlo k navýšení o více než 100 %. V Grafu č. 3.8 je znázorněno celkové zdanění u průměrné krabičky cigaret v procentech u konečné ceny. Spotřební daň a daň z přidané hodnoty u cigaret se v zemích Evropské unie liší. Celkové zdanění však u všech zemí dosahuje 4/5 konečné ceny. Nejvyšší cenové zdanění je ve Velké Británii a nejnižší v Lotyšsku. Česká republika patří do druhé poloviny znázorněných zemí.

**Graf č. 3.8** Celkové zdanění u průměrné krabičky cigaret v % u konečné ceny k lednu 2015



**Zdroj:** vlastní zpracování na základě dat z European Commission

### Prognóza vývoje odvětví

V posledních letech se stále zdražují cigarety. Tato změna způsobuje, že spotřebitelé mění svoje chování. Dochází k tomu, že si obstarávají levnější značky cigaret, hledají alternativní řešení (např. elektronické cigarety a nikotinové inhalátory) nebo přistupují na nákup pašovaných cigaret. Z nejnovějších ekonomických prognóz vyplývá mírný ekonomický růst, avšak je možné očekávat další pokles na trhu s cigaretami jak v ČR, tak i v zemích Evropské unie. Dalším negativním faktem je neustále zvyšující se daňové zatížení tabákových výrobků a regulace tabákového průmyslu (např. rozšířením počtu míst se zákazem kouření).

## **4 Firemní analýza vybrané společnosti a stanovení vnitřní hodnoty akcie**

Další částí fundamentální analýzy je firemní analýza. Zaměřuje se na prozkoumání postavení firmy na trhu, finanční analýzu, analýzu rizika, bankrotní a bonitní modely, aplikaci metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, SWOT analýzu a vydání investičního doporučení.

### **4.1 Charakteristika firemního prostředí a postavení společnosti na trhu**

Analýza firemního prostředí a postavení na trhu se u společnosti Philip Morris ČR, a. s. zaměří na oblast vlastnické struktury, orgány správy a řízení společnosti, předmět činnosti, konkurenci, postavení na trhu, strategii a cíle společnosti, dividendovou politiku, investiční politiku a vyhlídky do budoucnosti.

#### **Vlastnická struktura**

Společnost Philip Morris ČR, a. s. má základní kapitál ve velikosti 2 745 386 000 Kč, který je tvořen z 2 745 386 kusů kmenových akcií ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Většina akcií společnosti je v držbě společnosti Philip Morris Holland Holdings B. V. Podíl této společnosti na základním kapitálu je 77,6 %. Zbývající akcie jsou volně obchodovatelné na veřejném trhu organizovaném Burzou cenných papírů Praha, a. s. a společnostmi RM - SYSTÉM, Českou burzou cenných papírů, a. s. Společnost Philip Morris ČR, a. s. patří do skupiny Philip Morris International Inc., která patří mezi největší firmy v tabákovém průmyslu na světě. Své výrobky prodává ve více než 180 zemích s přibližně 16 % podílem celosvětového trhu s tabákovými výrobky, mimo USA.

Společnost Philip Morris ČR, a. s. má dceřinou společnost Philip Morris Slovakia s. r. o., která se zabývá zejména výrobou, prodejem, distribucí a marketingem tabákových výrobků a je z 99 % vlastněna mateřskou společností.

#### **Orgány správy a řízení společnosti**

Právní formou analyzované společnosti je akciová společnost, ve které je zřízeno představenstvo jako statutární orgán a dozorčí rada jako kontrolní orgán. Představenstvo a dozorčí rada se skládají ze 6 členů. Členy představenstva jsou: András Tövisi (předseda), Igor Potočár, Andreas Gronemann, Richard Nič, Stanislava Juriková, Martin Hlaváček.



Dozorčí radu tvoří členové: Daniel Fahrny (předseda), Vasileios Nomikos, Alena Zemplinerová, Paul Maas, Petr Bubeníček, Robert Plechatý.

### **Předmět činnosti**

Předmětem podnikání uvedené společnosti je výroba a prodej tabákových výrobků. Sídlem závodu na výrobu je Kutná Hora, druhý závod ve Strážnici je zřízen pro skladovací účely. Společnost nabízí dospělým zákazníkům domácí a mezinárodní značky cigaret, celkem 9 značek v 68 variantách. Mezi známé patří například: Marlboro, L&M, Red&White, Philip Morris, Petra a Sparta. Součástí nabídky je také sypaný tabák pro ruční výrobu cigaret.

### **Konkurence**

Významnějšími konkurenty, produkcující tabákové výrobky, společnosti Philip Morris ČR, a. s. jsou tyto nadnárodní korporace: British American Tobacco, JT International, Grand River Enterprises, Reemstma, Imperial Tobacco, Johan Wilhelm von Eicken.

### **Postavení na trhu**

Celkový trh cigaret v České republice klesl v roce 2013 v porovnání s předchozím rokem o 3,3 % na 19,8 miliard kusů cigaret. Důvodem tohoto poklesu bylo především zvýšení spotřebních daní a daně z přidané hodnoty. Také nepříznivá ekonomická situace s negativními dopady na zaměstnanost, rostoucí nelegální obchod s tabákovými výrobky a snížení daňového zatížení jemně řezaného tabáku. V roce 2014 trh s cigaretami v ČR meziročně vzrostl o 1,6 % na 20,1 miliard kusů cigaret. Tabulka č. 4.1 informuje o klesajícím tržním podílu společnosti Philip Morris ČR, a. s. na trhu v České republice a nestabilním vývoji na trhu její dceřiné společnosti na Slovensku. Podle průzkumu agentury ACNielsen Czech Republic, s. r. o. poklesl tržní podíl společnosti firmy Philip Morris ČR, a. s. o 2,1 procentního bodu z 50,7 %, v roce 2012, na 48,6 %, v roce 2013. V roce 2014 pokles pokračoval na 46,4 %. Ve Slovenské republice celkový trh cigaret v roce 2013 meziročně vzrostl o 3,9 % na 6,9 miliard kusů, v roce 2014 růst pokračovat o 1,8 % na 7 miliard kusů. Tržní podíl společnosti Philip Morris Slovakia, s. r. o. se zvýšil o 0,8 procentního bodu na 51,7 %, v roce 2013, v dalším roce se podíl opětovně zvýšil o 1,4 procentního bodu na 53,1 %. I přes tyto skutečnosti v České republice, společnost Philip Morris ČR, a. s. má prvotní místo v pozici na českém trhu.

**Tabulka č. 4.1** Tržní podíl v České republice a na Slovensku (v %) v letech 2006 - 2014

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržní podíl v ČR	62,6	60,8	56,0	55,5	54,5	51,9	50,7	48,6	46,4
Tržní podíl v SVK	55,8	52,4	51,3	51,2	50,6	50,0	50,9	51,7	53,1

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

### Strategie a cíle společnosti

Analyzovaná společnost se řídí čtyřmi klíčovými cíli zaměřenými k budování obchodu odpovědným způsobem. Snaží se splnit očekávání dospělých kuřáků prostřednictvím nabídky inovativních tabákových výrobků v té nejvyšší kvalitě a přiměřené cenové kategorii. Zaměřuje se na dosažení, co nejvyšších výnosů pro své akcionáře, prostřednictvím růstu příjmů, objemu, zisku, peněžních toků a výše dividend. Usiluje o snížení rizika, způsobeného tabákovými výrobky, prostřednictvím podpory komplexní regulace a vývoje výrobků se snižujícím rizikem vzniku onemocnění z kouření. Společnost chce být odpovědná a chce řídit obchody co nejpoctivěji.

### Dividendové politika

Skoro veškerý dosažený zisk v dlouhodobém horizontu je vyplácen na dividendách, viz Tabulka č. 4.2, ze které také vyplývá výše dividend v jednotlivých letech. Výše očekávaná dividenda za rok 2014 je 880 Kč na akcii.

**Tabulka č. 4.2** Dividenda na akcii a dividendové krytí a v letech 2006 - 2013

Položka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dividenda na akcii (v Kč)		600	880	560	780	1 260	920	900	820
Dividendové krytí	(2.31)	1,16	0,81	1,10	1,17	0,69	1,01	0,99	0,99

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

### Investiční politika

V roce 2013 společnost investovala zejména do výrobního zařízení za účelem rozšíření výrobního portfolia a zvýšení efektivity výrobního procesu a do software. Investice činily 676 miliónů Kč. Veškerý dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je financován z vlastních zdrojů společnosti. V roce 2014 společnost naplánovala investice v celkové výši 525 miliónů Kč.

## **Vyhledky do budoucnosti**

Poslední léta přinášejí neustále zvyšující daňové zatížení u cigaret a tabákových výrobků. Tento nastolený trend zvyšování cen se dá očekávat i v budoucnosti. Jedna krabička cigaret by měla v příštím roce zvýšit svou cenu až o 4 Kč, a v dalších dvou letech by měla cena vzrůst o 1 až 2 Kč. Počítá s tím novela zákona o spotřebních daních, která je na internetových stránkách Ministerstva financí ČR. Zvyšování daňové zátěže se nebude jenom týkat cigaret, ale i všech tabákových výrobků. Důvodem zvýšení spotřebních daní je splnit směrnici EU (směrnice Rady 2011/64/EU), která požaduje spotřební daň 90 euro na 1000 kusů cigaret. Slabší kurz koruny by způsobil, že Česká republika svůj závazek nedodrží a tím jí hrozí sankce.

## **4.2 Finanční analýza**

Tato část diplomové práce je zaměřena na finanční analýzu a zhodnocení výsledků uvedené analýzy ve společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2006 až 2013. Informace jsou získány z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow, které jsou obsahem přílohy č. 1, 2, 3 práce. Pro zhodnocení byla použita horizontální a vertikální analýza jednotlivých výkazů, analýza poměrovými ukazateli.

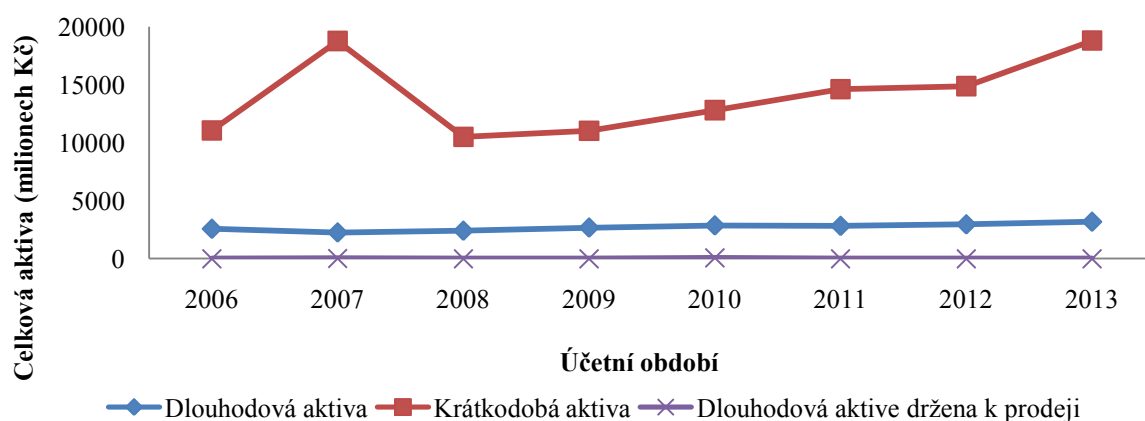
### **4.2.1 Horizontální analýza**

Horizontální analýza porovnává položky z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow v letech 2006 až 2013. Vychází ze vztahu (2.1) a (2.2).

#### **Rozvaha**

Vývoj celkových aktiv má od roku 2008 stabilní rostoucí trend a tedy i bilanční sumu. Je především podnícen vývojem krátkodobých aktiv. Mezi lety 2006 až 2009 došlo k největším změnám krátkodobých aktiv. Důvodem této situace byl rapidní nárůst obchodních pohledávek v roce 2007. Od roku 2008 krátkodobá aktiva mají rostoucí tendenci, která je způsobena zvyšováním ostatních nefinančních aktiv a zásob. Dlouhodobá aktiva lze charakterizovat relativně stabilním vývojem, viz Graf č. 4.1.

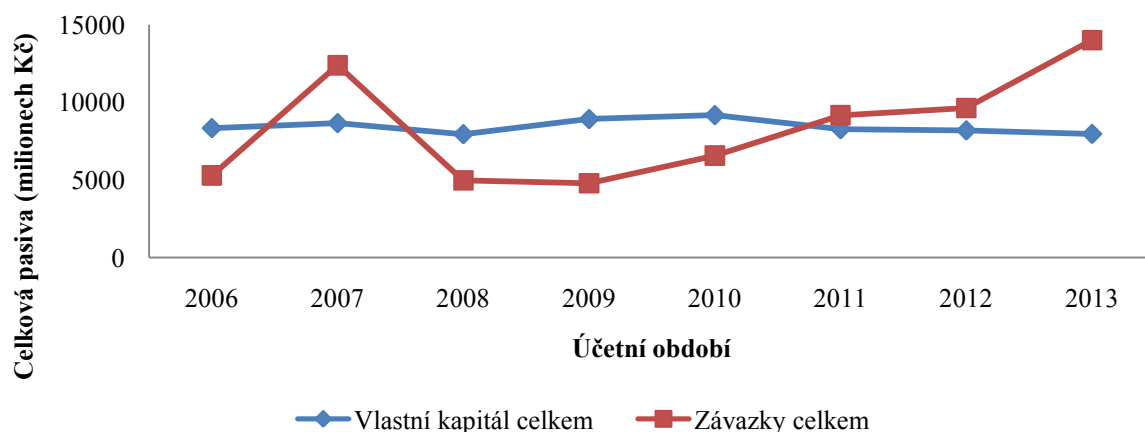
Graf č. 4.1 Vývoj celkových aktiv v letech 2006 - 2013



Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Vývoj pasiv, viz Graf č. 4.2, zaznamenává střídavý růst a pokles vlastního kapitálu, který je způsoben změnami výsledků hospodaření za běžné období. Ostatní položky vlastního kapitálu jako jsou základní kapitál, emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů a ostatní fondy mají stabilní vývoj ve sledovaném období. K pasivům patří také závazky celkem, které zejména tvoří krátkodobé závazky. V roce 2007 došlo k vyššímu nárůstu krátkodobých závazků a to vlivem platby spotřební daně. Od roku 2008 krátkodobé závazky mají rostoucí tendenci. Dlouhodobé závazky mají stabilní vývoj. Společnost Philip Morris ČR, a. s. v letech 2005, 2006, 2011, 2012 a 2013 nečerpala žádné bankovní úvěry.

Graf č. 4.2 Vývoj celkových pasiv v letech 2006 - 2013

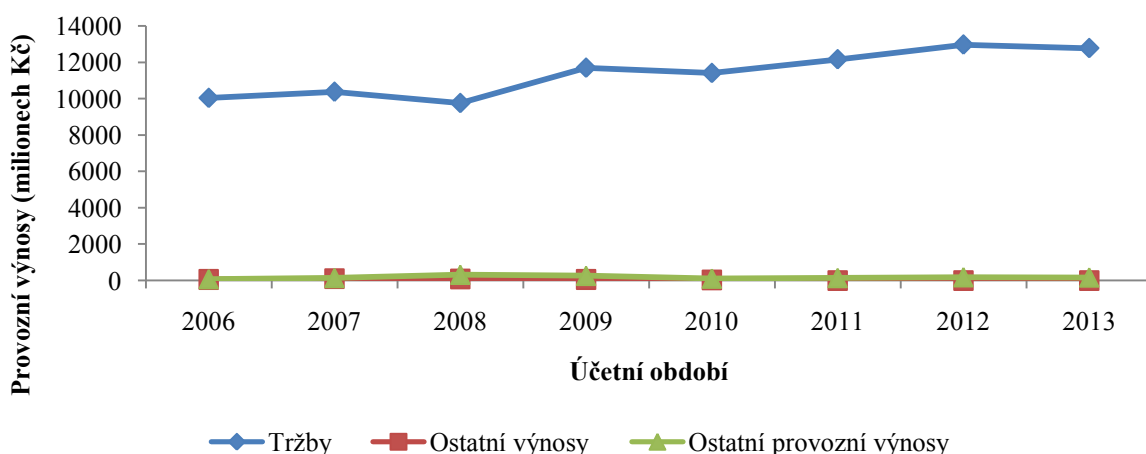


Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

## Výkaz zisku a ztráty

Výnosy tvoří především tržby z prodeje zboží a výrobků a ostatní položky, které jsou zanedbatelné. Stablních tržeb dosahuje společnost v letech 2006 až 2013, kdy průměrná výše tržeb je okolo 11 300 mil. Kč. Důsledkem celkového poklesu odbytu a v důsledku zvýšení spotřební daně v ČR, kdy dochází k navýšení cen tabákových výrobků, v roce 2008, 2010 a 2013 došlo ke snížení tržeb. V roce 2009 může se sledovat rostoucí trend tržeb, který je způsoben kladným vývojem prodejních cen společnosti Philip Morris ČR, a. s. a spotřebitelů se předzásobit tabákovými výrobky před dalším zvýšením daňové zátěže. Ostatní položky výnosu jsou zanedbatelné, viz Graf č. 4.3.

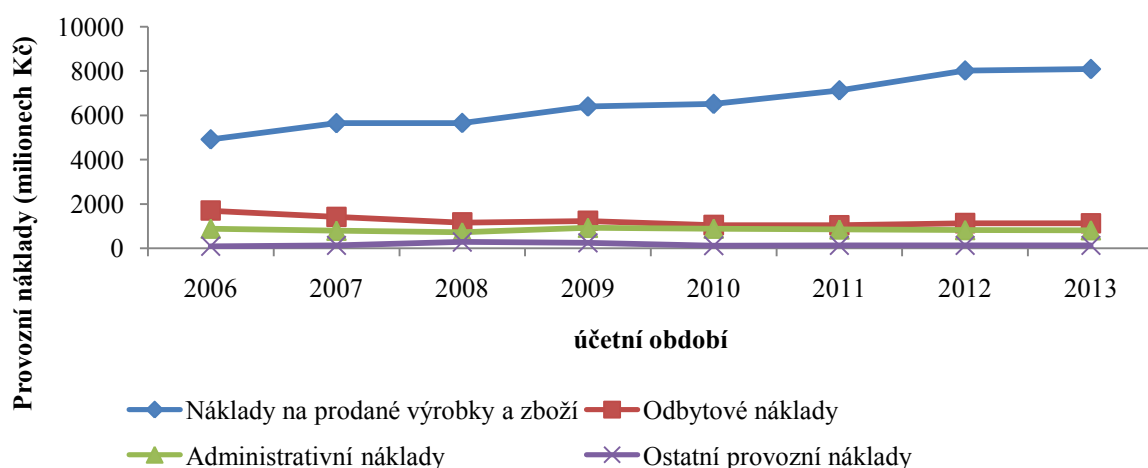
Graf č. 4.3 Vývoj provozních výnosů v letech 2006 - 2013



**Zdroj:** vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Náklady, viz Graf č. 4.4, dosahují ve sledovaném období velikost v rozmezí 7,2 mld. až 10,1 mld. Největší podíl nákladů tvoří náklady na prodané výrobky a zboží, kterými jsou např. spotřeba materiálů, energie a služeb. Vývoj této položky má rostoucí tendenci. Ostatní nákladové položky mají stabilní vývoj. Finanční výnosy a finanční náklady jsou zanedbatelné.

Graf č. 4.4 Vývoj provozních nákladů v letech 2006 - 2013

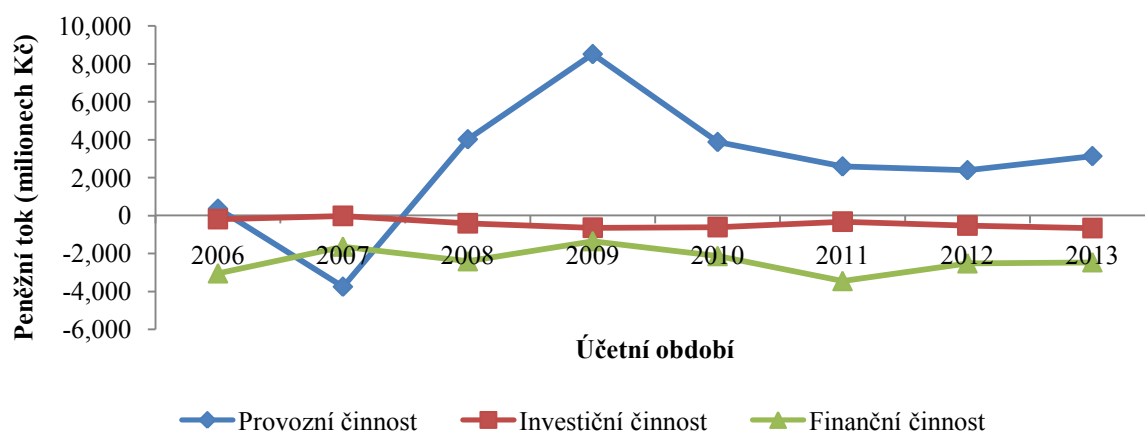


Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

### Výkaz cash flow

Cash flow z provozní činnosti vykazuje značnou změnu, která vzniká především poklesem pohledávek z obchodních vztahů mezi lety 2006 a 2007 a také mezi lety 2009 a 2010. Hodnotu cash flow rovněž ovlivnil pokles zisku před zdaněním. V dalších letech je cash flow z provozní činnosti udržováno na relativně stejné úrovni. Cash flow z investiční činnosti je udržováno v rozmezí mezi -24 milionů až -668 miliónů Kč ve sledovaném období. Cash flow z financování se v jednotlivých letech mění, odvíjí se od výše vyplacených dividend na akcii, viz Graf. č. 4.5.

Graf č. 4.5 Vývoj peněžních toků v letech 2006 - 2013



Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

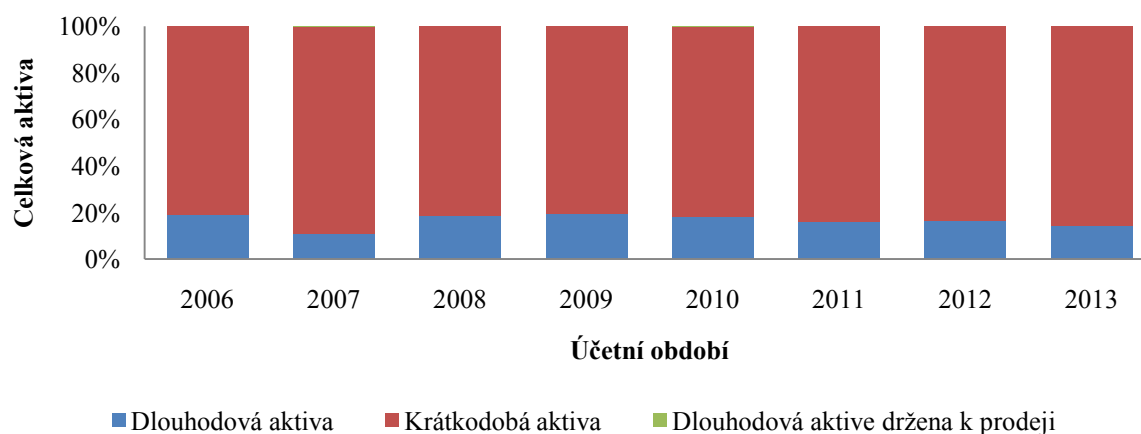
## 4.2.2 Vertikální analýza

V rámci vertikální analýzy byla provedena analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty dle vztahu (2.3), a to v letech 2006 až 2013.

### Rozvaha

Z Grafu č. 4.6, který zaznamenává vertikální analýzu aktiv je zřejmé, že podíl dlouhodobého majetku na celkové hodnotě aktiv se zásadně nemění, tvoří přibližně jednu pětinu celkových aktiv. Výraznější podíl na celkových aktivech mají krátkodobá aktiva. Za zmínku stojí i podíl zásob, který se od roku 2007 rapidně snižuje a naopak se zvyšuje podíl ostatních nefinančních aktiv. Položka dlouhodobá aktiva, držena k prodeji, má zanedbatelné hodnoty.

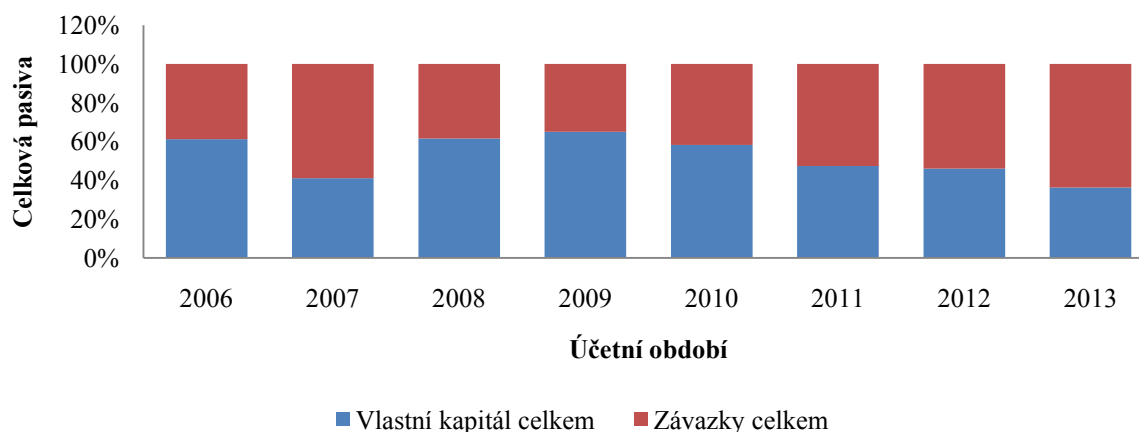
Graf č. 4.6 Struktura celkových aktiv v letech 2006 - 2013



*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Od roku 2006 až do roku 2010 tvoří vlastní kapitál více než polovinu celkových pasiv, s výjimkou roku 2007. Po roce 2010 dochází ke snižování podílu vlastního kapitálu pod 50 %, důvodem je znatelné zvýšení ostatních daňových závazků. Vývoji vlastního kapitálu odpovídá vývoj celkových závazků. Celkové závazky v letech 2006 až 2010 tvoří přibližně jednu třetinu celkových pasiv, s výjimkou roku 2007, kdy byl znatelný nárůst krátkodobých závazků. Od roku 2010 celkové závazky převyšují hodnotu 50 %. Nejvýznamnější položkou celkových závazků jsou krátkodobé závazky, které tvoří daňové závazky (spotřební daň, daň z přidané hodnoty a ostatní daňové povinnosti), viz Graf č. 4.7.

**Graf č. 4.7** Struktura celkových pasiv v letech 2006 - 2013

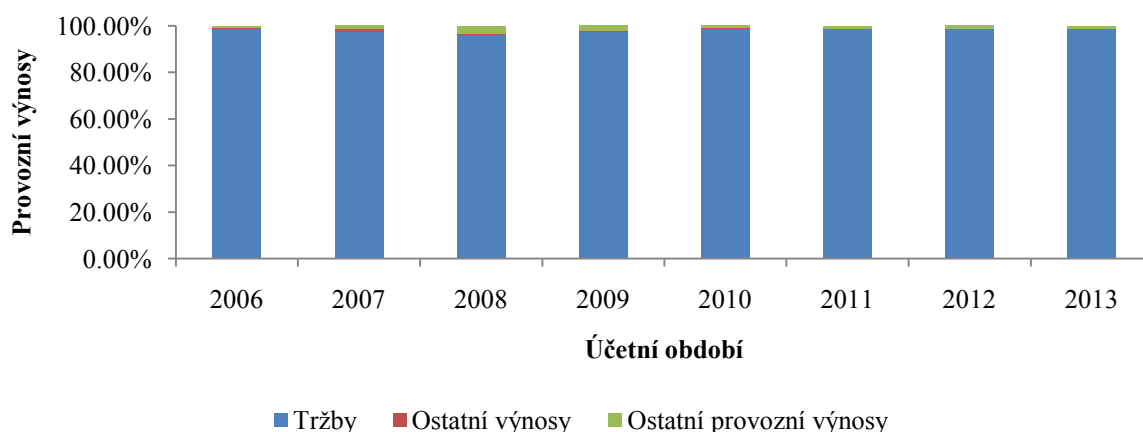


*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

### Výkaz zisku a ztráty

Na provozních výnosech má, dle Grafu č. 4.8, nejvyšší podíl položka tržby z prodeje zboží a vlastních výrobků a služeb, která dosahuje víc než 95 % ve všech sledovaných obdobích. Nejvyšší podíl na struktuře provozních nákladů ve sledovaném období, dle Grafu č. 4.9, má položka náklady na prodané výrobky a zboží, která se průměrně pohybuje okolo 74 %. Druhou nejvýznamnější položkou jsou odbytové náklady s průměrem okolo 14 %. Finanční výnosy a náklady jsou ve sledovaném období zanedbatelné.

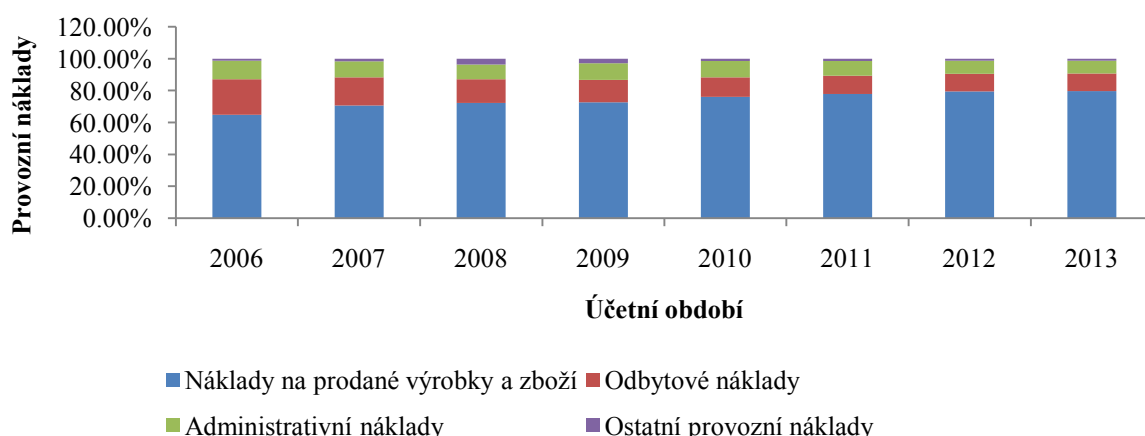
**Graf č. 4.8** Struktura provozních výnosů v letech 2006 - 2013



*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*



Graf č. 4.9 Struktura provozních nákladů v letech 2006 - 2013



Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

### 4.2.3 Analýza poměrovými ukazateli

Poměroví ukazatelé utvářejí představy o základních finančních charakteristikách společnosti. Mezi zmíněné ukazatele patří: ukazatelé rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a finanční stability a kapitálového trhu.

#### Analýza rentability

Analýza ukazatelů rentability se provádí pro vystižení výnosnosti vloženého kapitálu. Pro tuto analýzu byly použity ukazatele rentability, vlastního kapitálu, rentability aktiv, rentability dlouhodobých zdrojů a rentability tržeb. Výsledky zobrazuje Tabulka č. 4.2 a znázorňuje Graf č. 4.10.

Tabulka č. 4.2 Hodnoty ukazatelů rentability v letech 2006 - 2013 (v %)

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)	(2.4)	22,85	22,72	21,29	28,09	26,04	30,72	29,78	27,94
ROA (rentabilita aktiv)	(2.5)	18,94	12,48	18,05	23,39	18,90	18,05	17,05	12,66
ROCE (rentabilita dlouhodobých zdrojů)	(2.6)	30,35	30,32	29,20	35,49	32,03	37,47	36,50	34,29
ROS (rentabilita tržeb)	(2.7)	25,73	25,33	23,91	27,43	26,09	25,88	23,44	21,78

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vyplývá ze vzorce (2.4). Trend tohoto ukazatele ve sledovaném období má mírně vzestupný charakter, s výjimkou roku 2009 a 2011,

kdy dosáhl nejvyšší hodnoty. V roce 2008 připadá na jednu korunu investovaného kapitálu zisk 0,2129 Kč. Je nejmenší ve sledovaném období. Nízká hodnota byla způsobena nejnižším dosaženým čistým ziskem v uvedených letech.

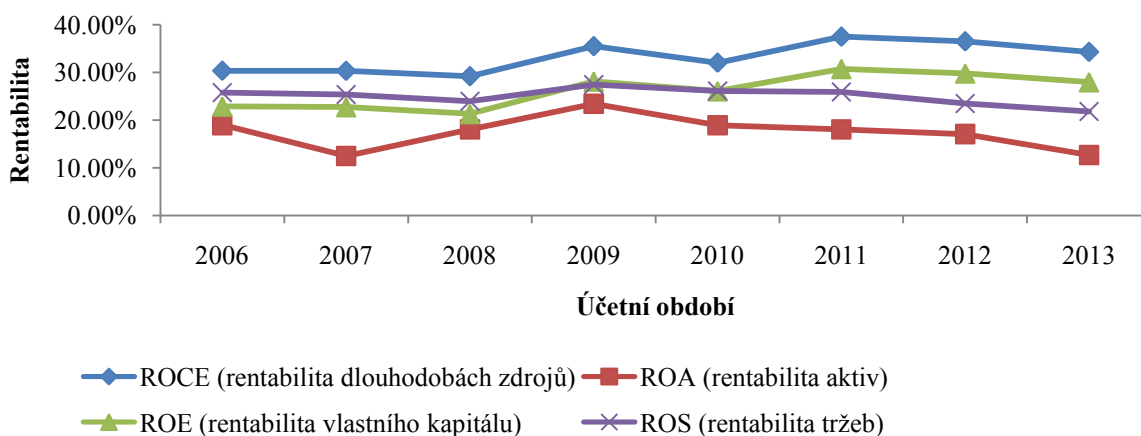
Rentabilita aktiv (ROA), viz vztah (2.5), dosahuje ve všech letech kladných hodnot, což poukazuje na prosperitu společnosti. Trend tohoto ukazatele není stabilně rostoucí, přesto dosahuje celkem vysokých hodnot. Nejnižších hodnot bylo dosaženo v letech 2007 a 2013, naopak nejvyšší hodnota je zaznamenána v roce 2009. Hlavní příčinou poklesu v roce 2013 je zvýšení daňového zatížení a hledání jiné alternativy spotřebiteli.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE) je získána ze vzorce (2.6), zobrazuje mírně klesající trend ve sledovaném období, s výjimkou let 2009 a 2011, kdy bylo dosaženo nejvyššího provozního zisku.

Rentabilita tržeb (ROS) se vypočítá ze vztahu (2.7), dosahuje poměrně stabilních hodnot v rozmezí 21,78 % až 27,43 %. Nejnižší hodnoty ukazatele vykazují roky 2012 a 2013. Nejvyšší hodnota je zaznamenána v roce 2009, kdy na jednu korunu tržeb připadá 0,2743 Kč zisku.

Vývoj ukazatelů rentability lze hodnotit pozitivně, dosahují vysokých hodnot, což vypovídá o dobré kondici podniku.

**Graf č. 4.10** Vývoj ukazatelů rentability v letech 2006 - 2013



**Zdroj:** vlastní zpracování na základě účetních výkazů

## Analýza likvidity

Analýza likvidity společnosti slouží pro zjištění schopnosti uhradit včas a v dané výši své závazky. Provádí se pomocí vybraných ukazatelů, kterými jsou: celková likvidita, pohotová likvidita, okamžitá likvidita, ukazatel čistého pracovního kapitálu. Hodnoty uvedených ukazatelů jsou uvedeny v Tabulce č. 4.3 a některé z nich jsou rovněž znázorněny v Grafu č. 4.11.

Tabulka č. 4.3 Hodnoty ukazatelů likvidity v letech 2006 - 2013

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková likvidita	(2.8)	2,16	1,51	2,13	2,36	1,98	1,62	1,57	1,36
Pohotová likvidita	(2.9)	1,06	0,68	1,75	2,08	1,80	1,47	1,38	1,20
Okamžitá likvidita	(2.10)	0,76	0,18	0,29	1,28	1,10	0,65	0,55	0,38
ČPK z pohledu aktiv (v mil.)	(2.11)	5 933	6 375	5 574	6 357	6 351	5 574	5 374	4 933
ČPK z pohledu pasiv (v mil.)	(2.12)	5 933	6 375	5 574	6 357	6 351	5 574	5 374	4 933

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Celková likvidita společnosti se v letech 2006 až 2013 pohybovala v rozmezí 1,36 až 2,36. Tyto hodnoty byly zjištěny ze vzorce (2.8) a pohybují se v optimálním rozmezí, s výjimkou roku 2013, kdy hodnota je menší než 1,5. Dá se tedy hovořit o solventnosti podniku.

Pohotová likvidita, viz vztah (2.9), má hodnoty v intervalu od 0,68 do 2,08. Může se konstatovat, že společnost je schopna uhradit své krátkodobé závazky, aniž by se musely rozprodat zásoby. Výjimkou se stal pouze rok 2007, kdy hodnota je menší než 1. Důvodem je, že podnik se předzásobil kvůli plánovanému zvýšení spotřební daně v následujícím roce. Společnost Philip Morris ČR, a. s. v roce 2009 by byla schopna uhradit své krátkodobé závazky více než dvakrát.

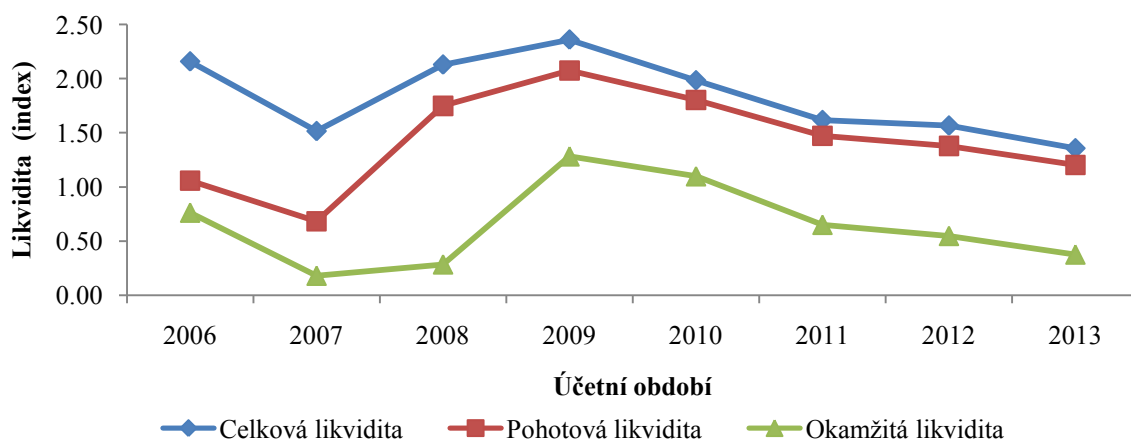
Okamžitá likvidita je provedena podle vzorce (2.10). Hodnoty převyšují spodní hranici (0,2). Společnost v každém okamžiku disponuje s takovou výší hotovosti, se kterou je schopna uhradit jednu pětinu svých závazků. Výjimkou je rok 2007, kdy je hodnota mírně

pod spodní hranicí. V letech 2006, 2009, 2010 a 2011 je dosaženo vysokých hodnot a podniku vznikají náklady obětované příležitosti.

Čistý pracovní kapitál (ČPK) se poměruje z pohledu aktiv a pasiv a jejich hodnoty by se měly shodovat. Za všechna sledovaná období bylo dosaženo kladných hodnot s nestabilní tendencí. Z výsledků vyplývá, že oběžný majetek převyšuje krátkodobé závazky a dlouhodobý kapitál stálá aktiva. Společnost má tedy zajištěnou likviditu a lze o ní říct, že je překapitalizována. To znamená, že využívá dlouhodobé zdroje nejen k financování dlouhodobého majetku, ale i oběžného. Tato skutečnost může zbytečně zvyšovat celkové náklady kapitálu. Zpracované hodnoty vyplývají ze vztahů (2.11), (2.12).

Společnost z analýzy likvidity se jeví jako likvidní.

**Graf č. 4.11** Vývoj ukazatelů likvidity v letech 2006 - 2013



*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

### **Analýza aktivity**

Je zaměřena ke zjištění efektivnosti a úspěšnosti hospodaření a na využití podnikového majetku. Hodnoty ukazatelů jsou zaznamenány v Tabulce č. 4.3 a z části graficky zpracovány v Grafu č. 4.12. Jedná se o ukazatele: dobu obratu celkových aktiv, zásob, krátkodobých závazků, pohledávek a obrátky celkových aktiv, zásob, krátkodobých závazků a pohledávek.

Tabulka č. 4.3 Hodnoty ukazatelů aktivity v letech 2006 - 2013

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obratu celkových aktiv (dny)	(2.13)	489,0	730,6	476,9	422,1	497,0	516,3	494,9	619,3
Doba obratu zásob (dny)	(2.14)	202,2	357,5	69,3	41,1	36,9	38,4	49,3	59,8
Doba obratu krátko. závazků (dny)	(2.15)	183,8	429,9	182,2	143,9	203,8	267,7	263,6	390,6
Doba obratu pohledávek (dny)	(2.16)	48,8	214,3	62,9	45,8	51,7	49,7	44,4	42,7
Obrátka celkových aktiv	(2.17)	0,74	0,49	0,75	0,85	0,72	0,70	0,73	0,58
Obrátka zásob	(2.18)	1,78	1,01	5,19	8,77	9,75	9,37	7,30	6,02
Obrátka krátkodobých závazků	(2.19)	1,96	0,84	1,98	2,50	1,77	1,34	1,37	0,92
Obrátka pohledávek	(2.20)	7,38	1,68	5,72	7,86	6,97	7,24	8,11	8,43

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Doba obratu celkových aktiv znázorňuje obrácenou hodnotu obrátky celkových aktiv, viz vzorce (2.13) a (2.17). Obrátka udává, že celková aktiva se ve společnosti v průběhu roku obrátí méně než jeden krát za rok. Průměrně se celková aktiva ve sledovaném období 0,70 krát promítnou do tržeb. Průměrná doba obratu celkových aktiv je 531 dnů. Hodnoty v letech 2007 a 2013 se značně liší od průměrných hodnot, důvodem je, že v roce 2007 došlo k zvýšení zásob a v roce 2013 k nárůstu ostatních finančních aktiv (předzásobení kolký).

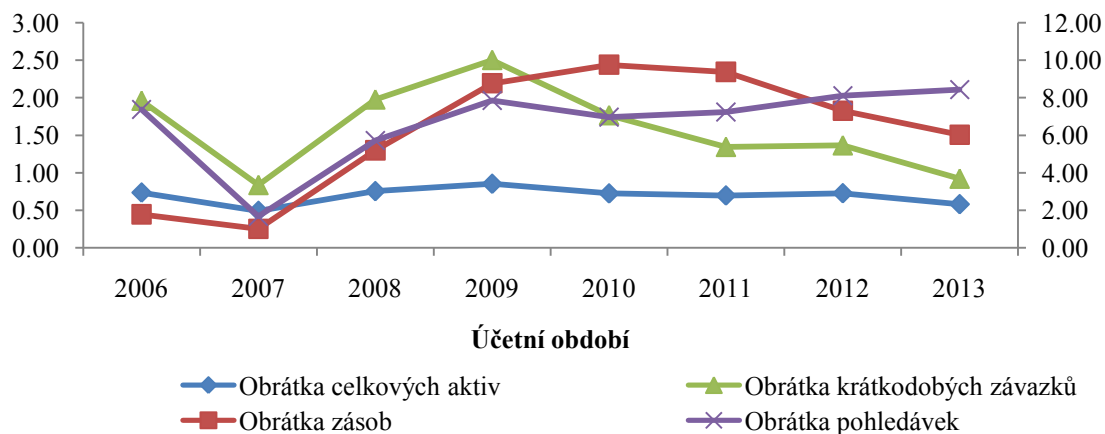
Doba obratu zásob a obrátka zásob, jejichž hodnoty vyplývají ze vzorců (2.14) a (2.18), jsou dalšími ukazateli analýzy aktiv, viz Tabulka č. 4.3. Mezi lety 2007 a 2008 se razantně skokově zvýšila rychlost doby obratu, což vypovídá o efektivním řízení zásob a snížení nákladů na spotřebu kapitálu, který byl vázán v zásobách. Doba obratu zásob v roce 2013 dosahuje hodnoty 59,8 dní a 6,02 krát zásoby byly během roku prodány a opětovně naskladněny (obrátky zásob).

Doba obratu krátkodobých závazků a obrátka krátkodobých závazků se počítají dle vzorců (2.15) a (2.19), mají nestabilní vývoj. Tento vývoj o solidnosti společnosti Philip Morris ČR, a. s., z pozice věřitelů, není příliš lichotivý. Průměrná doba obratu závazků je za sledované období 259 dnů a průměrně 1,58 krát se v roce krátkodobé závazky obrátí v tržbách.

Doba obratu pohledávek a obrátka pohledávek jsou vyjádřeny podle vztahů (2.16) a (2.20). Doba obratu, od roku 2010, má zkracující se tendenci, což vypovídá o dobré platební morálce odběratelů. Průměrně jsou společnosti Philip Morris ČR, a. s. uhrazeny její pohledávky za sledované období okolo 70 dnů. Průměrná obrátka pohledávek, za období 2006 až 2013, je 6,67. Pravidlo solventnosti je ve všech sledovaných letech splněno. Společnost inkasuje své pohledávky dřív, než splácí své závazky.

Společnost Philip Morris ČR, a. s. nedosahuje optimálních hodnot u ukazatelů aktivity doby obratu celkových aktiv a obrátky aktiv. Její platební morálka v platbě svých závazků není příkladná, ale je dodrženo pravidlo solventnosti. Od roku 2008 zefektivnila řízení zásob, a snížila náklady na spotřebu kapitálu vázaných v zásobách.

**Graf č. 4.12** Vývoj obrátek jednotlivých ukazatelů v letech 2006 - 2013



*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

### **Analýza zadluženosti a finanční stability**

Analýza posuzuje podnik z hlediska zadluženosti a finanční stability prostřednictvím ukazatelů: podíl vlastního kapitálu na aktivech, celková zadluženost, zadluženost vlastního kapitálu, úrokové krytí a úrokové zatížení. Hodnoty jsou zaznamenány v Tabulce č. 4.4 a graficky znázorněny v Grafu č. 4.13.

Tabulka č. 4.4 Hodnoty ukazatelů zadluženosti a finanční stability v letech 2006 - 2013

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vlastního kapitálu na aktivech	(2.21)	0,61	0,41	0,62	0,65	0,58	0,47	0,46	0,36
Celková zadluženost	(2.22)	0,39	0,59	0,38	0,35	0,42	0,53	0,54	0,64
Zadluženost vlastního kapitálu	(2.23)	0,63	1,43	0,62	0,54	0,72	1,11	1,17	1,76
Úrokové krytí	(2.24)	286,8	202,0	15,3	133,6	-	-	-	-
Úrokové zatížení	(2.25)	0,00	0,00	0,07	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Podíl vlastního kapitálu na aktivech, viz vzorec (2.21), má od roku 2008 klesající trend, snižuje se schopnost společnosti hradit aktiva svými vlastními zdroji. Tento vývoj je dán zvyšujícím se podílem aktiv, převážně ostatních nefinančních aktiv předzásobením a výší cenou kolku. Toto aktivum zanikne a stane se součástí obchodních pohledávek v okamžiku prodeje hotových výrobků a zboží, které jsou předmětem spotřební daně. Vývoj tohoto ukazatele, s výjimkou roku 2013, lze hodnotit kladně.

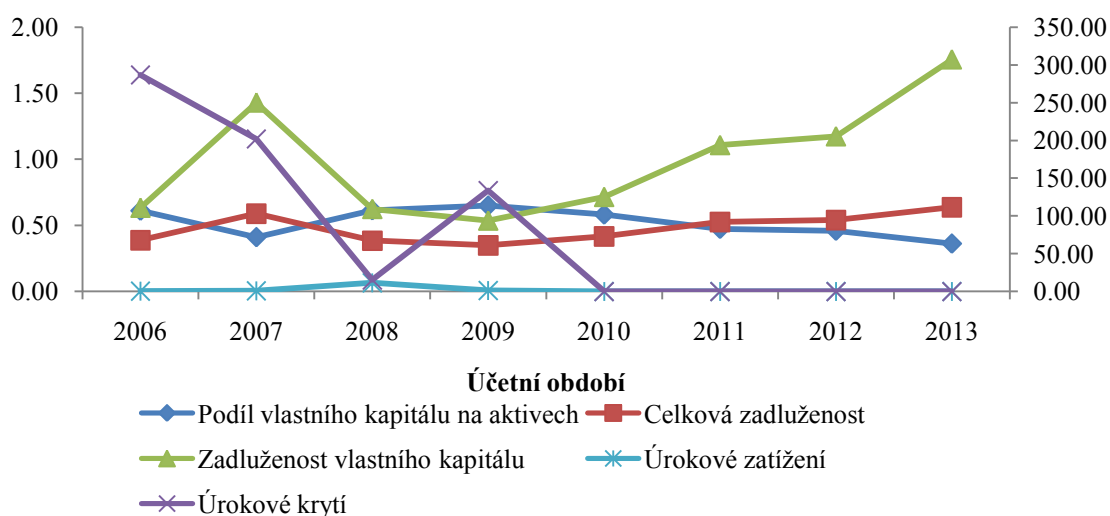
Celková zadluženost se vypočte dle vztahu (2.22). Do roku 2010 byla společnost Philip Morris ČR, a. s. především financována z vlastního kapitálu, s výjimkou roku 2007, kdy byla přijatá půjčka od bankovní instituce ve výši 3 764 milionu Kč, a došlo k nárůstu celkové zadluženosti na 59 %. Od roku 2011 celková zadluženost roste přes 50 %. Růst je způsobem zvýšením daňových závazků společnosti vůči státu a zvýšením obchodních a ostatních finančních závazků. Vývoj ukazatele především zajímá věřitele, pro které platí, čím vyšších hodnot ukazatel dosahuje, tím je vyšší riziko věřitelů. Vzhledem k odvětví, ve kterém společnost se pohybuje, jsou hodnoty ukazatele celkové zadluženosti v optimálních mezích.

Zadluženost vlastního kapitálu lze vypočíst dle vztahu (2.23), od roku 2011 společnost Philip Morris ČR, a. s. změnila postoj k financování svých zdrojů. Do roku 2011 se preferoval způsob financování z vlastních zdrojů. Důvodem změny je nejenom zvýšení daňových závazků, ale i obchodních a ostatních finančních závazků. S výjimkou posledního období, hodnoty tohoto ukazatele lze soudit pozitivně.

Úrokové zatížení se stanoví vztahem (2.25), dosahuje, s výjimkou let 2006 až 2009, skoro nulového zatížení podnikových výkonů nákladovými úroky. Tuto skutečnost dosvědčují i značně vysoké hodnoty ukazatele úrokového krytí do roku 2009, vyplývajícího ze vztahu (2.24). V letech 2010 až 2013 není nutné tento ukazatel vypočítat, jelikož společnost Philip Morris ČR, a. s. nemá žádné nákladové úroky.

Analýza zadluženosti a finanční stability společnosti Philip Morris ČR, a. s. nezobrazuje nebezpečnou míru zadluženosti podnikových aktiv ani ohrožení stability podniku.

**Graf č. 4.13** Vývoj ukazatelů zadluženosti a finanční stability v letech 2006 - 2013



**Zdroj:** vlastní zpracování na základě účetních výkazů

### Analýza kapitálového trhu

Analýza kapitálového trhu je tvořena ukazateli uvedenými v Tabulce č. 4.5. K těmto ukazatelům patří Price-Earnings Ratio, čistý zisk na akcii, účetní hodnota akcie, dividendový výnos, dividenda na akcii, dividendové krytí, Price/book value. Hodnoty ukazatelů znázorňuje i Graf č. 4.14.



Tabulka č. 4.5 Hodnoty ukazatelů kapitálového trhu v letech 2006 - 2013

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Price-Earnings Ratio	(2.26)	15,62	11,06	9,78	9,63	11,77	13,59	12,04	13,04
Čistý zisk na akcii (v Kč)	(2.27)	694	717	616	913	870	926	889	811
Účetní hodnoty akcie (v Kč)	(2.28)	3 038	3 155	2 896	3 250	3 343	3 013	2 985	2 903
Dividendového výnosu (v %)	(2.29)	6,00	11,00	9,00	9,00	12,30	7,31	8,41	7,75
Dividenda na akcii (v Kč)	(2.30)	600	880	560	780	1 260	920	900	820
Dividendového krytí	(2.31)	1,16	0,81	1,10	1,17	0,69	1,01	0,99	0,99
Price/book value	(2.32)	3,57	2,51	2,08	2,71	3,06	4,18	3,58	3,64

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Ukazatel Price-Earning Ratio, vypočten dle vzorce (2.26), ve sledovaných letech má kolísavý trend v rozmezí 9,63 let až 15,62 let potřebných ke splacení ceny akcie jejím výnosem. Nejvyšší pokles byl zaznamenán mezi lety 2006 a 2007, kdy se tržní cena akcie snížila skoro o 27 %. V roce 2013 dosáhl ukazatel P/E hodnoty 13,04.

Ukazatel čistého zisku na akcii je stanoven vzorcem (2.27), vykazuje relativně stabilní hodnoty v intervalu mezi 616 Kč až 926 Kč, v posledních dvou letech má klesající vývoj. Nejnižší zisk připadající na akcii byl vykázán v roce 2008. Důvodem byla snaha předzásobit se kvůli očekávanému zvýšení spotřební daně.

Účetní hodnota akcie, získána ze vzorce (2.28), má poměrně stabilní tendenci. Tato skutečnost je dána neměnností počtu emitovaných akcií společnosti v průběhu sledovaného období. Kolísavost účetních hodnot akcií v jednotlivých letech zapříčinily změny ve výši výsledku hospodaření za běžné účetní období. Průměrná účetní hodnota akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. je 3 073 Kč.

Dividendový výnos, vypočtený podle vztahu (2.29), má nestabilní vývoj v intervalu 6,00 % až 12,30 %. Nejnižší hodnota byla zaznamenána na začátku sledovaného období. Průměrný dividendový výnos je 8,85 %.

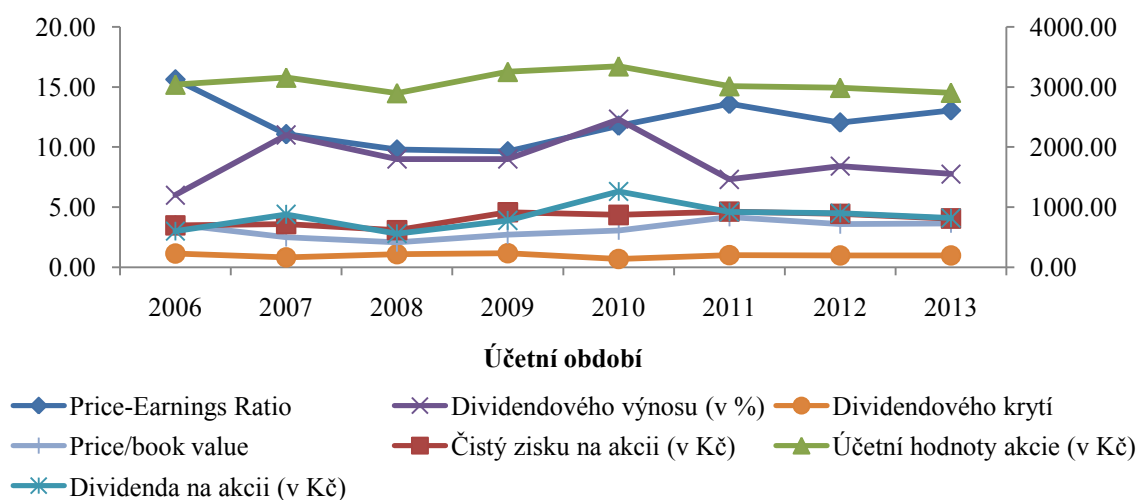
Dividenda na akcii, je vyjádřena vztahem (2.30), pohybuje se v rozmezí 560 Kč až 1 260 Kč. V posledních třech letech má klesající tendenci. Průměrná dividenda ve sledovaném období je 840 Kč.

Hodnoty ukazatele dividendového krytí, daného výpočtem dle vzorce (2.31), představují výši zisku, který je vyplácen na dividendách. V letech 2006, 2008, 2009 a 2011 bylo na dividendách vyplaceno více, než byl zisk společnosti. Skoro veškerý dosažený zisk v dlouhodobém horizontu je vyplácen na dividendách.

Price/book value je posledním ukazatelem analýzy kapitálového trhu. Hodnoty jsou zjištěny dle vzorce (2.32). Je poměrně stabilní a ve všech letech dosahuje hodnot více než 1. Z čehož vyplývá, že tržní hodnota společnosti Philip Morris ČR, a. s. je větší než ocenění vlastního kapitálu v účetním vyjádření v rozvaze.

Vývoj ukazatelů kapitálového trhu pro společnost Philip Morris ČR, a. s. je příznivý.

Graf č. 4.14 Vývoj ukazatelů kapitálového trhu v letech 2006 - 2013



Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

### 4.3 Analýza rizika

Analýza rizika zahrnuje analýzu provozního, finančního a celkového rizika společnosti Philip Morris ČR, a. s. v letech 2006 až 2013. Tabulka č. 4.6 uvádí procentuální změny výsledků hospodaření před zdaněním a úroky (EBIT), výsledků hospodaření za účetní období (EAT) a tržeb. Tabulka č. 4.7 zobrazuje výpočty jednotlivých rizik.

Tabulka č. 4.6 Vstupní data pro analýzu rizika- změna mezi lety (v %)

Položka	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Δ EBIT	1,74	-11,23	37,54	-7,21	5,75	-3,40	-8,49
Δ EAT	3,25	-13,97	48,02	-4,63	6,32	-3,94	-8,77
Δ Tržby	3,37	-5,98	19,91	-2,46	6,60	6,65	-1,49

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Tabulka č. 4.7 Hodnoty zjištěné prostřednictvím analýzy rizika (v %)

Ukazatel	Vzorec	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Koeficient provozního rizika	(2.33)	0,52	1,88	1,89	2,92	0,87	-0,51	5,70
Koeficient finančního rizika	(2.34)	1,87	1,24	1,28	0,64	1,10	1,16	1,03
Koeficient celkového rizika	(2.35)	0,97	2,34	2,41	1,88	0,96	-0,59	5,89

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů,

### Analýza provozního rizika

Využívá vzorec (2.33) zvaný jako koeficient provozního rizika. Tabulka č. 4.7 představuje vývoj tohoto koeficientu, v období 2011/2012 nárůst tržeb o 1 % způsobil pokles výsledku hospodaření před zdaněním a úroků (EBIT) o 0,51 %. Avšak v období 2012/2013 pokles tržeb o 1 % vyvolal pokles EBITu o 5,70 %.

### Analýza finančního rizika

Analýza finančního rizika podle vzorce (2.34) využívá koeficient finančního rizika. V období 2010/2011 pokles výsledku hospodaření před zdaněním a úroky (EBIT) o 1 % vedl k poklesu čistého zisku (EAT) o 0,64 %. V období 2011/2012 pokles EBITu o 1 % zapříčinil pokles EATu o 1,87 %.

### Analýza celkového rizika

Výpočet byl proveden dle vztahu (2.35) pomocí koeficientu celkového rizika, který zohledňuje provozní a finanční riziko jako celek. V období 2011/2012 nárůst tržeb o 1 % způsobil pokles čistého zisku (EAT) o 0,59 %. V dalším období 2012/2013 pokles tržeb o 1 % vyvolal pokles EATu o 5,89 %.

## 4.4 Bankrotní a bonitní modely

Pro vyhodnocení finančního zdraví společnosti Philip Morris ČR, a. s. se vypočítají bankrotní a bonitní modely, kterými jsou: Altmanův index, index IN, Quick test, Bilanční analýza I.

### Altmanův index

Altmanův index důvěryhodnosti je vypočten dle vzorce (2.36) a výsledky zobrazuje Tabulka č. 4.8.

Tabulka č. 4.8 Hodnoty Altmanova indexu důvěryhodnosti (Z-skóre) v letech 2006 - 2013

Položka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Z-skóre	(2.36)	5,84	2,72	4,43	5,84	4,97	4,38	3,91	2,85
Hodnocení		Prosperita	Šedá zóna	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Šedá zóna

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Výsledky společnosti Philip Morris ČR, a. s., s výjimkou let 2007 a 2013, informují o prosperitě společnosti. V letech 2007 a 2013 se podnik nachází v šedé zóně, výsledky jsou v normě. Příčinou spádu do šedé zóny byl v roce 2007 a 2008 značný nárůst krátkodobých závazků. Společnost se ani v jednom roce nenachází v pásmu, které by bylo signalizací pro bankrot a finanční problémy.

### Index IN

Je vypočten dle vzorce (2.37) a výsledky jsou zaznamenány ve dvou úpravách v Tabulce č. 4.9.

Tabulka č. 4.9 Hodnoty Indexu IN v letech 2006 - 2013

Položka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Index IN	(2.37)	34,18	23,97	4,26	17,81	2,56	2,33	2,25	1,75
Hodnocení		Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Mezistav
Upravený Index IN	(2.37)	2,63	1,75	2,57	3,11	2,56	2,33	2,25	1,75
Hodnocení		Prosperita	Mezistav	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Prosperita	Mezistav

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Společnost Philip Morris ČR, a. s. vykazuje buď velmi nízké nákladové úroky nebo žádné, což ovlivňuje hodnoty indexu IN. Proto je index upraven, není v něm zahrnut podíl výsledku hospodaření před zdaněním a úroky a nákladových úroků, který by mohl zkreslit výsledné hodnocení. Upravený index IN, s výjimkou let 2007 a 2013, vykazuje společnosti prosperitu a hovoří se o dobrém finančním zdraví podniku. V letech 2007 a 2013 se společnost nachází v mezistavu, kdy mohlo by dojít k potencionálním finančním problémům. Důvodem zhoršení tohoto indexu je, že podnik dosáhl nižšího podílu EBITu na aktivech, kterému je přiřazena vysoká váha.

### Quick test

Výsledky z Tabulky č. 4.10 Quick testu vyplývají ze vzorců (2.38), (2.39), (2.40) a (2.41) a jsou ohodnoceny dle stupnice v Tabulce č. 2.4.

Tabulka č. 4.10 Hodnoty a hodnocení Quick testu v letech 2006 - 2013

Položka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vlastního kapitálu (v %)	(2.38)	61,22	41,16	61,57	65,10	58,30	47,44	45,99	36,28
Hodnocení		1	1	1	1	1	1	1	1
Podíl cash-flow k obratu (v %)	(2.39)	3,48	-36,31	41,17	72,78	33,94	21,23	18,38	24,47
Hodnocení		4	5	1	1	1	1	1	1
Rentabilita celkového kapitálu(v %)	(2.40)	18,94	12,48	18,05	23,39	18,90	18,05	17,05	12,66
Hodnocení		1	2	1	1	1	1	1	2
Doba splatnosti (v letech)	(2.41)	3,93	-2,69	0,89	-0,14	-0,14	1,27	1,85	2,81
Hodnocení		2	1	1	1	1	1	1	1
Celkové hodnocení		2,00	2,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25

**Zdroj:** vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Celkové hodnocení Quick testu v jednotlivých letech dopadlo velmi dobře. Společnost nemá žádné finanční problémy ani v blízké budoucnosti se problémy nepředpokládají, proto se označuje jako bonitní. K tomuto závěru se dospělo provedením čtyř analýz, kdy výsledky jednotlivých ukazatelů se mírně lišily, s výjimkou let 2006 a 2007, přesto výsledky v těchto letech nebyly výrazně dramatické.

## Bilanční analýza I.

Hodnoty Bilanční analýzy I. jsou vypočteny dle vzorců (2.42), (2.43), (2.44), (2.45), (2.46) a zobrazeny v Tabulce č. 4.11.

Tabulka č. 4.11 Hodnoty Bilanční analýzy I. v letech 2006 - 2013

Položka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ukazatel stability	(2.42)	3,24	3,84	3,30	3,33	3,21	2,93	2,78	2,51
Ukazatel likvidity	(2.43)	0,48	0,31	0,81	0,95	0,83	0,68	0,64	0,55
Ukazatel aktivity	(2.44)	0,37	0,25	0,38	0,43	0,36	0,35	0,36	0,29
Ukazatel rentability	(2.45)	1,83	1,82	1,70	2,25	2,08	2,46	2,38	2,24
Celkové hodnocení	(2.46)	1,49	1,52	1,56	1,84	1,71	1,77	1,70	1,56

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Celkové hodnocení dosahuje hodnot větších než 1 a je považováno za dobré a z toho vyplývá, že společnost Philip Morris ČR, a. s. má dobré finanční zdraví a lze ji označit jako bonitní firmu.

### 4.5 Aplikace vybraných metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. byly použity tyto metody a modely: dividendový diskontní model, model diskontovaných peněžních toků (DCF-Equity), ziskové modely (P/E ratio, P/BV ratio), bilanční model účetní hodnoty a historické modely (P/S, P/D, P/CF). Výsledky modelů jsou dále porovnány s akciovým kurzem společnosti, který je zjištěn na Burze cenných papírů Praha, a. s. Kurz akcie ke dni 30. 12. 2014 je 10 820 Kč.

Na závěr této kapitoly jsou k jednotlivým modelům přiřazeny váhy vyjadřující pravděpodobnost jejich významnosti podle vypovídající schopnosti. Konečná výsledná hodnota je stanovena na základě jejich součinu.

#### 4.5.1 Dividendový diskontní model

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti pomocí dividendového diskontního modelu je použita dvoustupňová metoda modelu, viz vzorec (2.49). První stupeň (fáze) je stanoven od roku 2014 do roku 2017, druhá fáze trvá od roku 2018 do nekonečna.

Prvním krokem pro stanovení vnitřní hodnoty akcie na základě dvouступňového dividendového modelu je určení požadované míry výnosnosti a míry očekávaných budoucích dividend. Pro stanovení požadované míry je použit model CAPM. Pro výpočet modelu je nutné znát bezrizikovou výnosovou míru, průměrný výnos tržního portfolia a beta koeficient akcie společnosti. Bezriziková úroková míra je stanovena jako průměrný měsíční výnos 10letých státních dluhopisů a průměrný výnos tržního portfolia, který je vypočten z měsíčního výnosu indexu PX Burzy cenných papírů Praha, a. s. Příloha č. 4 obsahuje všechny tyto údaje. Zdrojem pro hodnotu beta koeficientu jsou internetové stránky A. Damodarana<sup>6</sup>. Hodnoty odhadovaných parametrů zobrazuje Tabulka č. 4.12.

**Tabulka č. 4.12** Hodnoty stanovených parametrů pro model CAPM

<b>Parametr</b>	<b>Hodnota</b>
Očekávaný výnos tržního portfolia	9,05 %
Bezriziková úroková míra	3,73 %
Beta koeficient	0,70

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Po získání všech vstupních parametrů se vypočte požadovaná výnosová míra dle vzorce (2.62), která má hodnotu 7,46 %. Rovněž je nutné odhadnout budoucí vývoj dividend společnosti pomocí regresní analýzy, viz příloha č. 5. V první fázi se předpokládá, že dividendy budou průměrně meziročně růst o 4,27 %. S tímto výsledkem souvisí i budoucí vývoj hospodářských výsledků podniku Philip Morris ČR, a. s. V druhé fázi je očekáván nulový meziroční růst dividend.

**Tabulka č. 4.13** Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu (v Kč)

<b>Položka</b>	<b>Hodnota</b>
Vnitřní hodnota akci v první fázi	3 043
Vnitřní hodnota akci v druhé fázi	9 447
Vnitřní hodnota akci celkem	12 491

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Po vypočtení veškerých potřebných údajů se, podle vzorce (2.49), stanoví vnitřní hodnota akcie společnosti. Vnitřní hodnota akcie zjištěna na základě dvouступňového diskontního modelu je 12 491 Kč, viz Tabulka č. 4.13. V porovnání s kurzem ke dni

<sup>6</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

30. 12. 2014 vyplývá, že akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. jsou podle tohoto modelu podhodnoceny.

#### 4.5.2 Model diskontovaných peněžních toků

Z modelů diskontovaných peněžních toků byl použit model Free Cash Flow to Equity (FCFE). Důvodem výběru tohoto modelu je zejména fakt, že společnost Philip Morris ČR, a. s. v současné době nemá žádný úročený cizí kapitál ani v budoucnu neplánuje jeho využití. Model je zkonstruován jako dvoustupňový, kdy první fáze bude trvat od roku 2014 do roku 2017 a druhá fáze proběhne od roku 2018 do nekonečna. V první fázi jsou hodnoty FCFE stanoveny pro každý rok jednotlivě. V druhé fázi se počítá s nulovým růstem FCFE.

Při výpočtu modelu je zapotřebí znát požadovanou výnosovou míru, viz vzorec (2.62), která je stejná jako u dividendového diskontního modelu, má hodnotu 7,46 %. Také je nutné znát odhad výše volných peněžních toků pro akcionáře (FCFE) pro následujících 5 let. Předpokladem stanovení hodnoty FCFE je stanovení vnitřní hodnoty akcie u nezadluženého podniku. Tedy odhad se bude týkat pouze výše čistého zisku a změny čistého pracovního kapitálu. Není nutné odhadnout výši investic a výši odpisů, protože společnost Philip Morris ČR, a. s. v nejbližších letech neplánuje žádné významné investice a lze předpokládat, že výše investic je rovna výši odpisů. Odhad čistého zisku a změny čistého pracovního kapitálu se provede pomocí regresní analýzy, viz příloha č. 5. Hodnota ukazatele FCFE se vypočte dle vzorce (2.50), viz Tabulka č. 4.14.

**Tabulka č. 4.14** Odhadnuté hodnoty ukazatelů pro výpočet FCFE (v mil. Kč)

Položka	Vzorec	2014	2015	2016	2017	2018
Čistý zisk (EAT)		2 311	2 395	2 478	2 562	2 646
Δ Čistého pracovního kapitálu		-246	-254	-262	-270	-278
FCFE	(2.50)	2 557	2 649	2 740	2 832	2 924

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*



Dalším krokem po získání potřebných vstupních údajů je provedení výpočtu vnitřní hodnoty akcie dle vztahu (2.53). Výpočet je zaznamenán v Tabulce č. 4.15.

**Tabulka č. 4.15** Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí modelu diskontovaných peněžních toků

Položka	2014	2015	2016	2017	2018-∞	Celkem
PV FCFE (v mil. Kč)	2380	2 294	2 208	2 124	29 375	38 380
Pokračující hodnota (v mil. Kč)					39 176	
Vnitřní hodnota akci (v Kč)						13 980

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Vnitřní hodnota akcie, vypočtena pomocí dvoufázového modelu diskontovaných peněžních toků-Equity, má výši 13 980 Kč. V porovnání s hodnotou akcie ke dni 30. 12. 2014 je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. podhodnocena.

### 4.5.3 Ziskové modely

Ze ziskových modelů byly použity dva modely: ziskový model P/E ratio a P/BV ratio.

#### Ziskový model P/E ratio

Pro výpočet vnitřní hodnoty ziskového modelu P/E ratio je potřebné znát vstupní údaje, které jsou součástí Tabulky č. 4.16. Uvedený model rozlišuje tři základní druhy: běžné P/E ratio, normální P/E ratio a Sharpovo P/E ratio.

**Tabulka č. 4.16** Vstupní data pro výpočet vnitřní hodnoty akcie ziskového modelu P/E ratio

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výplatní poměr	0,865	1,227	0,909	0,854	1,448	0,994	1,012	1,011
Míra růstu zisku	0,031	-0,052	0,019	0,041	-0,117	0,002	-0,004	-0,003

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

**Tabulka č. 4.17** Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí ziskového modelu P/E ratio

Položka	Vzorec	Hodnota
Průměrná míra růstu zisku		-0,010
Očekávaná čistý zisk v roce 2014 (v Kč)		892
Kurz k 30. 12. 2014 (v Kč)		10 820
Běžné P/E ratio	(2.54)	13,342
Sharpovo P/E ratio	(2.55)	11,790
Vnitřní hodnota akci (v Kč)	(2.56)	10 632

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Běžné P/E ratio vypočtené jako poměr kurzu na akcii a čistého zisku na akcii, viz vzorec (2.54), dosahuje hodnoty 13,342.

Pro výpočet Sharpovo P/E ratio je nutno znát výplatní poměr, který je znázorněn v Tabulce č. 4.16, požadovanou výnosovou míru zjištěnou v předchozích modelech (7,46 %) a míru růstu zisku, která se vypočte jako aritmetický průměr z průměrné míry růstu zisku (Tabulka č. 4.17). Sharpovo P/E ratio se vypočte podle vztahu (2.55). V porovnání s běžným P/E ratio je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. nadhodnocena, viz Tabulka č. 4.17.

Očekávaný čistý zisk na akcii je stanoven pomocí součinu odhadované dividendy, získané dvoustupňovým dividendovým diskontním modelem v roce 2014, a průměrného výplatního poměru z let 2006 až 2013. Vnitřní hodnota akcie vypočtena, ze vztahu (2.56), pomocí normálního P/E ratio je 10 632 Kč. Ve srovnání s kurzem akcie ke dni 30. 12. 2014 je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. nadhodnocena.

### Ziskový model P/BV ratio

V Tabulce č. 4.18 jsou vstupní údaje pro výpočet hodnoty ziskového modelu P/BV ratio, který je tvořen třemi základními druhy: běžné P/BV ratio, normální P/BV ratio a Sharpovo P/BV ratio.

**Tabulka č. 4.18** Vstupní data pro výpočet vnitřního hodnoty akcie ziskového modelu P/BV ratio

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výplatní poměr	0,865	1,227	0,909	0,854	1,448	0,994	1,012	1,011
Míra růstu zisku	0,031	-0,052	0,019	0,041	-0,117	0,002	-0,004	-0,003
BV	3 038	3 155	2 896	3 250	3 343	3 013	2 985	2 903
Změna BV		0,037	-0,089	0,109	0,028	-0,110	-0,009	-0,028

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

**Tabulka č. 4.19** Výpočet vnitřního hodnoty akcie pomocí ziskového modelu P/BV ratio

Položka	Vzorec	Hodnota
Průměrná míra růstu BV		-0,009
Průměrná míra růstu zisku		-0,010
Kurz k 30. 12. 2014 (v Kč)		10 820
Očekávaná BV v roce 2014 (v Kč)		2 877
Běžné P/BV ratio	(2.57)	3,329
Sharpovo P/BV ratio	(2.58)	3,295
Vnitřní hodnota akci (v Kč)	(2.59)	9 577

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Běžné P/BV ratio znázorňující podíl kurzu akcie k běžné účetní hodnotě vlastního kapitálu na akcii (BV), viz vztah (2.57). Dle vztahu vychází hodnota 3,852.

Pro Sharpovo P/BV ratio je důležité znát hodnotu ukazatele rentability vlastního kapitálu vypočteného dle vztahu (2.4), výplatní poměr, viz Tabulka č. 4.19, požadovanou výnosovou míru zjištěnou v předchozích modelech (7,46 %) a míru růstu zisku, která se vypočte jako aritmetický průměr z míry růstu zisku (Tabulka č. 4.19). Když jsou známe tyto předpoklady, je možné vypočíst, podle vzorce (2.58), Sharpovo P/E ratio. V porovnání s běžným ratiem, viz Tabulka č. 4.19, je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. nadhodnocena.

Očekávaná účetní hodnota na akcii pro rok 2014 je stanovena pomocí součinu BV z roku 2013 a průměrné změny z období 2006 až 2013. Normální P/E ratio vyplývá ze vzorce (2.59). Jeho prostřednictvím se stanoví vnitřní hodnota akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. Její výše je 9 577 Kč a ve srovnání s kurzem ke dni 30. 12. 2014 je akcie nadhodnocena.

#### 4.5.4 Bilanční model

Bilanční model účetní metody je dalším modelem pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Vychází z účetních výkazů společnosti. Vnitřní hodnota akcie se vypočte jako rozdíl mezi aktivy a závazky celkem. Následně se účetní hodnota dělí počtem akcií.

**Tabulka č. 4.20** Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí bilančního modelu - účetní hodnota

<b>Položka</b>	<b>Hodnota</b>
Aktiva (v mil. Kč)	21 968
Závazky celkem (v mil. Kč)	13 998
Počet akcií (v ks)	2 745 386
Účetní hodnota (v mil. Kč)	7 970
Vnitřní hodnota akci (v Kč)	2 903

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Vnitřní hodnota akcie zjištěna pomocí bilančního modelu účetní metody dosahuje hodnoty 2 903 Kč. Při porovnání s hodnotou akcie na trhu ke dni 30. 12. 2014 je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. nadhodnocena.

## 4.5.5 Historické modely

K výpočtům vnitřní hodnoty akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. byly aplikovány tyto historické modely: P/S, P/D, P/CF.

### Historický model P/S

Historický model P/S stanoví vnitřní hodnotu akcie na bázi historických poměrů mezi průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii a průměrným historickým tržním kurzem akcie. Nejprve jsou stanoveny tržby na jednu akcii a k těmto tržbám jsou následně přiřazeny váhy. Nejvyšší váha je přiřazena k nejnovější vstupní hodnotě. Pomocí součinu tržeb na akcii a vah v jednotlivých letech se vypočte položka součin v Tabulce č. 4.21. Pak je z této položky propočten součin celkem pomocí váženého aritmetického průměru, viz Tabulka č. 4.22.

Tabulka č. 4.21 Vstupní data pro výpočet vnitřní hodnoty akcie historického modelu P/S

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby (v mil. Kč)	10 031	10 369	9 749	11 690	11 402	12 155	12 963	12 770
Tržby na akcie (v Kč)	3 654	3 777	3 551	4 258	4 153	4 427	4 722	4 651
Váha	1	2	3	4	5	6	7	8
Součin	3 654	7 554	10 653	17 032	20 766	26 565	33 052	37 212

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Nyní se přistoupí k výpočtu vnitřní hodnoty akcie pomocí vzorce (2.60).

Tabulka č. 4.22 Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí historického modelu P/S

Položka	Hodnota
Součin celkem	4 347
Očekávané tržby na akcii v roce 2014 (v Kč)	4 149
Průměrný historický kurz akcie (v Kč)	9 712
Vnitřní hodnota akcie (v Kč)	9 270

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Vnitřní hodnota stanovena pomocí historického modelu P/S je 9 270 Kč a ve srovnání s kurzem ke dni 30. 12. 2014 je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. nadhodnocena.

## Historický model P/D

Dalším historickým modelem použitým k výpočtu vnitřní hodnoty akcie, který vyjadřuje poměr průměrných historických tržeb akcie k průměrné historické výši dividendy na akcii, viz vzorec (2.61). Postup je stejný jako u předchozího historického modelu.

Tabulka č. 4.23 Vstupní data pro výpočet vnitřní hodnoty akcie historického modelu P/D

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dividenda na akcii (v Kč)	600	880	560	780	1260	920	900	820
Váha	1	2	3	4	5	6	7	8
Součin	600	1 760	1 680	3 120	6 300	5 520	6 300	6 560

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Tabulka č. 4.24 Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí historického modelu P/D

Položka	Hodnota
Součin celkem	884
Očekávaná dividendy v roce 2014 (v Kč)	858
Průměrný historický kurz akcie (v Kč)	9 712
Vnitřní hodnota akcie (v Kč)	9 422

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Výše vnitřní hodnoty stanovené historickým modelem P/D je 9 422 Kč a ve srovnání s kurzem ke dni 30. 12. 2014 je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. nadhodnocena.

## Historický model P/CF

Posledním historickým modelem je model P/CF, který poměruje historickou tržní hodnotu akcie a průměrnou historickou výši cash flow podle vzorce (2.62). Postup výpočtu je shodný jako u předchozích dvou modelů.

Tabulka č. 4.25 Vstupní data pro výpočet vnitřní hodnoty akcie historického modelu P/CF

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cash flow	3 912	-1 524	-334	5 988	7 100	5 887	5 207	5 218
Váha	1	2	3	4	5	6	7	8
Součin	3 912	-3 048	-1 002	23 952	35 500	35 322	36 449	41 744

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Tabulka č. 4.26 Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí historického modelu P/CF

Položka	Hodnota
Součín celkem	4 801
Očekávaná cash flow v roce 2014 (v Kč)	5 405
Průměrný historický kurz akcie (v Kč)	9 712
Vnitřní hodnota akcie (v Kč)	10 933

*Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů*

Vnitřní hodnota akcie podle historického modelu P/CF činí 10 933 Kč. Při srovnání s hodnotou akcie na trhu k 30. 12. 2014 je akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. podhodnocena.

#### **4.5.6 Výpočet konečné vnitřní hodnoty akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s.**

Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie se použily vybrané modely: dividendový diskontní model, model diskontovaných peněžních toků (DCF-Equity), ziskové modely (P/E ratio, P/BV ratio), bilanční model (účetní hodnota) a historické modely (P/S, P/D, P/CF). Dosáhlo se různých výsledků, které jsou znázorněny v Tabulce č. 4.27 díky odlišnosti jednotlivých metod.

K vybraným metodám jsou následně přiřazeny váhy vyjadřující pravděpodobnost jejich významnosti dle vypovídající schopnosti. Nejvyšší hodnoty vah (24 %) jsou přiřazeny k dividendovému diskontnímu modelu a modelu diskontovaných peněžních toků. Jelikož respektují časovou hodnotu peněz a vycházejí z budoucích očekávání společnosti. K ziskovým modelům P/E ratio a P/BV ratio je přiřazena váha ve výši 11 %, neboť respektuje časovou hodnotu peněz. K bilančnímu modelu účetní hodnoty, který má spíše doplňkový charakter je přidělena váha v úrovni 9 %, neboť vychází z historických údajů a nerespektuje časovou hodnotu peněz. Historickým modelům P/S, P/D, P/CF, které hodnotí společnost na základě historických dosažených výsledků podniku, nerespektují časovou hodnotu a mají doplňkový charakter, je přiřazena váha 7 %. Konečná výsledná hodnota je stanovena na základě jejich součinu.

Tabulka č. 4.27 Srovnání jednotlivých výsledků metod a výpočet konečné výsledné vnitřní hodnoty akcie

Model	Vnitřní hodnota akcie (v Kč)	Váha	Součin
Dividendový diskontní model	12 491	0,24	2 997,74
Model diskontovaných peněžních toků	13 980	0,24	3 355,20
Ziskový model P/E ratio	10 632	0,11	1 124,42
Ziskový model P/BV ratio	9 577	0,11	1 053,42
Bilančního modelu - účetní hodnota	2 903	0,09	261,27
Historický model P/S	9 270	0,07	648,91
Historický model P/D	9 422	0,07	659,57
Historický model P/CF	10 933	0,07	765,32
Výsledná vnitřní hodnota akcie (v Kč)			10 910,89

*Zdroj: vlastní zpracování na základě předchozích výpočtů*

#### 4.6 SWOT analýza

Je analýzou silných a slabých stránek, příležitostí a ohrožení.

Mezi silné stránky patří: dominantní tržní podíl na domácím trhu, společnost je jediným výrobcem tabákových výrobků v ČR, má pestré portfolio tabákových výrobků, v posledních letech má nulovou zadluženost, nízkou cenovou elasticitu poptávky, přísluší do skupiny Philip Morris International Inc., je vybavena pokročilými výrobními technologiemi a pravidelně investuje do modernizace podniku, má tradici a dobré jméno, kvalitní management, stabilní export, který částečně kompenzuje pokles odbytu v ČR, stabilní vývoj dceřiné společnosti na Slovensku, velmi dobrou finanční situaci, sponzoruje neziskové organizace a podporuje charitativní akce.

Slabé stránky tvoří: regulace ze strany státu, slabá pozice v segmentu levných cigaret (značek), dražší produkty, nemožnost zabránění nelegálnímu dovozu pašovaných tabákových výrobků, opakovaný pokles tržního podílu na českém trhu, nízká míra samostatnosti rozhodování, která je podnícena mateřskou společností Philip Morris International Inc., mírný inovační potenciál, omezení vývozní možnosti.

Příležitosti společnosti jsou: rozvíjet vývoz do zemí EU a mimo EU, optimalizovat výrobní procesy, nízká elasticita poptávky v souvislosti se změnou cen cigaret, větší inovace a rozšíření o nové výrobky.

K hrozbám náleží např.: narůstající daňové zatížení, nelegální výroba a dovoz tabákových výrobků, dovoz levnějších cigaret z Polska a Maďarska, prosazování zákazu kouření na dalších místech, omezení reklamy, protikuřácká kampaň, přesun zákazníků k levnějším tabákovým výrobkům, rozmach alternativních řešení (elektronické cigarety a nikotinové inhalátory), v očích veřejnosti nízká důvěryhodnost tabákových společností, pokles spotřeby cigaret v ČR.

#### **4.7 Investiční doporučení pro akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s.**

Z globální fundamentální analýzy vyplývá, že stav pro vývoj akciových kurzů zásluhou nízkých úrokových sazeb v posledních letech je příznivý. V dalších letech se očekává mírný nárůst, což je pro akcionáře výhodné. Růst hrubého domácího produktu v EU nepatrně oslabí a HDP v ČR čeká stagnace s možným mírným růstem. Mírný růst povede ke snížení nezaměstnanosti a ke zrychlení růstu mezd. Průměrná inflace ČR by měla růst velmi pomalu a některé země EU mohou bojovat s deflací. Česká národní banka bude bránit posílení koruny pod 27 CZK/EUR, až do druhé poloviny roku 2016, dle odhadů analytiků.

Odvětvová analýza se zaměřuje na společnost podnikající ve výrobě tabákových výrobků. Tržní podíl společnosti se pohybuje kolem 48 % z českého trhu a tento podíl má v posledních letech klesající tendenci díky substitucí za levnější konkurenční výrobky, hledání alternativních řešení spotřebitelů (elektronické cigarety, nikotinové inhalátory) nebo nákupu pašovaných tabákových výrobků. Dalším negativním faktem je neustále zvyšující se daňové zatížení tabákových výrobků a regulace tabákového průmyslu. Uvedené odvětví se řadí mezi neutrální odvětví vzhledem k hospodářskému cyklu.

Z firemní analýzy vyplývá, že finanční situace, i přes snižující se podíl na českém trhu, je velmi dobrá. Společnost Philip Morris ČR, a. s. má na území České republiky dlouhodobou tradici a stále drží dominantní podíl na trhu s tabákovými výrobky. Nabízí řadu domácích a zahraničních tabákových značek v různých variantách. Je vybavena pokročilými výrobními technologiemi a pravidelně investuje do modernizace podniku. Omezení má v samostatném rozhodování, které je podníceno mateřskou společností Philip Morris International Inc. Patří k významným firmám obchodovaným na českém kapitálovém trhu.



Jednotlivým vybraným modelům byla přiřazena váha a na základě jejich součinu stanovena výsledná vnitřní hodnota akcií společnosti Philip Morris ČR, a. s. ve výši 10 910,89 Kč. Ve srovnání s tržní cenou akcie, která je k 30. 12. 2014, 10 820 Kč, je možno vydat investiční doporučení pro tento titul DRŽET.

Investiční doporučení může být vydáno i přesto, že tržní cena akcie analyzované společnosti je nižší než vypočtená konečná vnitřní hodnota akcie. Důvodem je, že vypočtená konečná vnitřní hodnotu akcie převyšuje tržní kurz akcie o necelé 1 %. Další skutečností je, že společnost Philip Morris ČR, a. s. lze ohodnotit jako velmi stabilní a prosperující podnik, u kterého se nepředpokládají žádné zásadní finanční potíže s docela vysokým dividendovým výnosem, který dosahuje průměrně za sledované období 8,85 %, přičemž z předběžných zpráv by měla být očekávaná dividenda za rok 2014 vyšší o 2,4 % než v předchozím roce. I v dalších letech by mělo dojít k růstu těchto dividendových výnosů. Společnost patří do neutrálního odvětví, tudíž proměnlivost vývoje hospodářského cyklu nemá významný vliv na tržní cenu akcie. Na druhou stranu společnost patří do tabákového odvětví, které je značně regulováno státem. Pro investora, který má averzi k riziku, je nákup akcií společnosti Philip Morris ČR, a. s. vhodnou příležitostí. Neboť poměrně s nízkým rizikem nesou akcie této společnosti velmi zajímavý výnos.

## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo vydání investičního doporučení na základě stanovení konečné vnitřní hodnoty akcie akciové společnosti Philip Morris ČR.

Diplomová práce byla rozdělena do tří částí. První část se zabývala teoretickými východisky fundamentální analýzy ze tří úrovní: globální, odvětvové a firemní. Druhá část se věnovala problematice na globální a odvětvové úrovni. Na globální úrovni se fundamentální analýza zabývala těmito makroekonomickými faktory: úroková míra, inflace, reálný výstup ekonomiky, nezaměstnanost, peněžní zásoba, fiskální politika, devizové kurzy a celkový pohled na ekonomickou situaci. Odvětvová analýza hodnotila životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, strukturu trhu v odvětví, roli regulačních orgánů a prognózu budoucího vývoje v odvětví. Obě analýzy zkoumaly působení jednotlivých faktorů na kurz akcie.

V třetí části byly aplikovány poznatky z teoretické části z úrovně firemní fundamentální analýzy na akciovou společnost Philip Morris ČR. Nejprve bylo charakterizováno firemní prostředí a postavení společnosti na trhu, které zahrnovalo vlastní strukturu, orgány správy a řízení společnosti, předmět činnosti, postavení na trhu, analýzu konkurence, strategie a cíle společnosti, investiční a dividendovou politiku a vyhlídky do budoucnosti. Pak byla realizována finanční analýza, kde byla použita horizontální a vertikální analýza jednotlivých výkazů a analýza poměrových ukazatelů. Rovněž byla provedena analýza rizika, byl proveden výpočet bankrotních a bonitních modelů, aplikace vybraných metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie a SWOT analýza. Byly aplikovány tyto vybrané modely: dvoufázový dividendový diskontní model, dvoufázový model diskontovaných peněžních toků, ziskové modely, bilanční model účetní hodnoty a historické modely. K těmto vybraným modelům byly přiřazeny váhy vyjadřující pravděpodobnost jejich významnosti dle vypovídající schopnosti. Konečná výsledná hodnota byla stanovena na základě jejich součinu ve výši 10 910,89 Kč. Ve srovnání s tržní cenou akcie ke dni 30. 12. 2014 vyplývá, že akcie společnosti Philip Morris ČR, a. s. je mírně podhodnocena o necelé 1 %. Vzhledem k výsledkům globální a odvětvové analýzy a také současné ekonomické situaci na finančních trzích bylo vydáno investiční doporučení DRŽET.

## Seznam použité literatury

### Odborná literatura

- [1] BODIE, Z., A. KANE and A. J. MARCUS. *Investments*. 9th ed. Boston: McGraw Hill, 2011. 1056 s. ISBN 978-0073530703.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [6] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [7] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 660 s. ISBN 978-80-7418-87-080-4.
- [8] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. vyd. Praha: Grada, 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [9] VESELÁ, Jitka. *Analýzy trhu cenných papírů – II. díl: Fundamentální analýza*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2003. 362 s. ISBN 80-245-0506-1.
- [10] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

### Internetové zdroje

- [11] BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. BCPP: *Index PX* [online]. BCPP: [9. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>

- [12] BURZA CENNÝCH PAPIRŮ PRAHA. BCPP: *Philip Morris ČR* [online]. BCPP: [9. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CS0008-418869#OL>
- [13] CELNÍ SPRÁVA ČR. *Tabákové výrobky* [online]. [4. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.celnisprava.cz/cz/dane/spotrebni-dane/tabak/Stranky/default.aspx>
- [14] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB: *ARAD – systém časových řad* [online]. ČNB: [9. 4. 2015]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_KOR](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOR)
- [15] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Statistiky* [online]. ČSÚ: [9. 2. 2015]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/statistiky>
- [16] DAMODARAN ONLINE. *Updated Data* [online]. [9. 2. 2015]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [17] EVROPSKÁ KOMISE. *Makroekonomické veličiny* [online]. [9. 2. 2015]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&tableSelection=1&labeling=labels&footnotes=yes&layout=time,geo,cat&language=en&pcode=tsdec450&plugin=1>
- [18] EVROPSKÁ KOMISE. *Prognóza* [online]. [9. 2. 2015]. Dostupné z: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-14-1362\\_cs.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-1362_cs.htm)
- [19] EVROPSKÁ KOMISE. *Spotřební daně - tabákové výrobky* [online]. [9. 2. 2015]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/taxation/excise\\_duties/tobacco\\_products/rates/in](http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/excise_duties/tobacco_products/rates/in)
- [20] MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. MFČR: *Prognóza* [online]. MFČR: [9. 2. 2015]. Dostupné z: [http://file:///C:/Users/Daniel/Desktop/Odborne-vyzkumy\\_Prognóza\\_2014-11\\_38-Kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekonomickeho-vyvoje-CR-2014-2017.pdf](http://file:///C:/Users/Daniel/Desktop/Odborne-vyzkumy_Prognóza_2014-11_38-Kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekonomickeho-vyvoje-CR-2014-2017.pdf)
- [21] OBCHODNÍ REJSTŘÍK. *Účetní závěrka a výroční zprávy společnosti Philip Morris ČR, a. s. za roky 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 a 2013* [online]. [9. 2. 2015]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=428734>
- [22] PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Globální ekonomika* [online]. [9. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.pwc.com/gx/en/issues/economy/global-economy-watch/projections.jhtml>

## Seznam zkratek

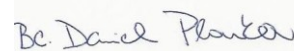
a. s.	akciová společnost
BCPP	Burza cenných papírů Praha, a. s.
CZ-NACE	klasifikace ekonomické činnosti
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
EAT	čistý zisk po zdanění
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EU	Evropská unie
EUR	Euro
FCFE	Free Cash Flow To Equity
HDP	Hrubý domácí produkt
Kč	koruna česká
mil.	milion
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
SVK	Slovenská republika
tis.	tisíc
USD	Americký dolar

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. - autorský zákon, zejména § 35 - užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 - školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 20. dubna 2015



.....  
Bc. Daniel Planka

## **Seznam příloh**

**Příloha č. 1:** Rozvaha společnosti Philip Morris ČR, a. s. za období 2006 - 2013

**Příloha č. 2:** Výkaz zisku a ztráty společnosti Philip Morris ČR, a. s. za období 2006 - 2013

**Příloha č. 3:** Výkaz o peněžních tocích společnosti Philip Morris ČR, a. s. za období 2006 - 2013

**Příloha č. 4:** Průměrné měsíční výnosy Indexu PX a desetiletých státních dluhopisů za období od ledna 2002 až do února 2015

**Příloha č. 5:** Regresní analýza pro dividendový diskontní model a pro model diskontovaných peněžních toků

# Přílohy

Příloha č. 1/1

**Příloha č. 1:** Rozvaha společnosti Philip Morris ČR, a. s. za období 2006 - 2013 k 31. 12.  
(v celých milionech Kč)

Položka	Účetní období							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Aktiva</b>								
Pozemky, budovy a zařízení	2 539	2 231	2 269	2 561	2 752	2 735	2 897	3 147
Nehmotná aktiva	25	16	134	111	106	79	51	25
Odložená daňová pohledávka	8	11	5	5	5	7	5	6
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>2 572</b>	<b>2 258</b>	<b>2 408</b>	<b>2 677</b>	<b>2 863</b>	<b>2 821</b>	<b>2 953</b>	<b>3 178</b>
Zásoby	5 634	10 296	1 877	1 333	1 169	1 297	1 775	2 120
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	1 359	6 172	1 703	1 488	1 636	1 679	1 598	1 514
Ostatní nefinanční aktiva	64	49	5 516	2 158	2 893	5 740	6 285	9 935
Daň z příjmů - splatná	84	0	4	51	7	9	1	2
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	3 912	2 240	1 408	5 999	7 100	5 887	5 208	5 219
<b>Krátkodobá aktiva</b>	<b>11 053</b>	<b>18 757</b>	<b>10 508</b>	<b>11 029</b>	<b>12 805</b>	<b>14 612</b>	<b>14 867</b>	<b>18 790</b>
Dlouhodobá aktiva držena k prodeji	0	28	0	0	73	0	0	0
<b>Aktiva celkem</b>	<b>13 625</b>	<b>21 043</b>	<b>12 916</b>	<b>13 706</b>	<b>15 741</b>	<b>17 433</b>	<b>17 820</b>	<b>21 968</b>
<b>Pasiva</b>								
Základní kapitál	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů	2 360	2 357	2 361	2 361	2 369	2 379	2 386	2 397
Nerozdělený zisk	551	549	2 290	3 264	3 511	2 594	2 512	2 270
Ostatní fondy	2 685	3 010	555	551	551	553	552	557
<b>Vlastní kapitál připadající na akcionáře společnosti</b>	<b>8 341</b>	<b>8 661</b>	<b>7 951</b>	<b>8 921</b>	<b>9 176</b>	<b>8 271</b>	<b>8 195</b>	<b>7 969</b>
<b>Menšinový vlastní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>8 341</b>	<b>8 661</b>	<b>7 952</b>	<b>8 922</b>	<b>9 177</b>	<b>8 271</b>	<b>8 196</b>	<b>7 970</b>
Odložený daňový závazek	164	0	30	112	110	124	131	141
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>164</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>112</b>	<b>110</b>	<b>124</b>	<b>131</b>	<b>141</b>
Obchodní a ostatní finanční závazky	564	983	571	798	765	1 010	1 309	1 460
Nefinanční závazky	130	140	145	172	223	206	200	231
Daň z příjmů splatná	0	163	66	12	60	31	6	8
Ostatní daňové závazky	4 392	7 332	2 388	3 675	5 390	7 773	7 961	12 137
Rezerva na krátkodobé závazky	34	0	22	4	16	18	16	20
Přijaté půjčky	0	3 764	1 742	11	0	0	1	1
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>5 120</b>	<b>12 382</b>	<b>4 934</b>	<b>4 672</b>	<b>6 454</b>	<b>9 038</b>	<b>9 493</b>	<b>13 857</b>
<b>Závazky celkem</b>	<b>5 284</b>	<b>12 382</b>	<b>4 964</b>	<b>4 784</b>	<b>6 564</b>	<b>9 162</b>	<b>9 624</b>	<b>13 998</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>13 625</b>	<b>21 043</b>	<b>12 916</b>	<b>13 706</b>	<b>15 741</b>	<b>17 433</b>	<b>17 820</b>	<b>21 968</b>



**Příloha č. 2:** Výkaz zisku a ztráty společnosti Philip Morris ČR, a. s. za období 2006 - 2013  
k 31. 12. (v celých milionech Kč)

Položka	Účetní období							
	2006	2007	2008*	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby	10 031	10 369	9 749	11 690	11 402	12 155	12 963	12 770
Náklady na prodané výrobky a zboží	-4 917	-5 648	-5 658	-6 398	-6 518	-7 130	-8 025	-8 093
<b>Hrubý zisk</b>	<b>5 114</b>	<b>4 721</b>	<b>4 091</b>	<b>5 292</b>	<b>4 884</b>	<b>5 025</b>	<b>4 938</b>	<b>4 677</b>
Odbytové náklady	-1 697	-1 415	-1 162	-1 236	-1 045	-1 041	-1 130	-1 124
Administrativní náklady	-884	-792	-721	-923	-883	-848	-821	-813
Ostatní výnosy	59	102	86	60	29	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	83	146	324	264	111	146	187	175
Ostatní provozní náklady	-94	-136	-287	-251	-121	-136	-135	-134
<b>Provozní zisk</b>	<b>2 581</b>	<b>2 626</b>	<b>2 331</b>	<b>3 206</b>	<b>2 975</b>	<b>3 146</b>	<b>3 039</b>	<b>2 781</b>
Finanční výnosy	0	0	0	0	0	20	10	2
Finanční náklady	-9	-13	-152	-24	0	0	0	0
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>2 572</b>	<b>2 613</b>	<b>2 179</b>	<b>3 182</b>	<b>2 975</b>	<b>3 166</b>	<b>3 049</b>	<b>2 783</b>
Daň z příjmů	-666	-645	-486	-676	-585	-625	-608	-556
<b>Čistý zisk</b>	<b>1 906</b>	<b>1 968</b>	<b>1 693</b>	<b>2 506</b>	<b>2 390</b>	<b>2 541</b>	<b>2 441</b>	<b>2 227</b>
Čistý zisk připadající:								
Akcionáře společnosti	1 906	1 968	1 692	2 502	2 389	2 541	2 440	2 226
Menšinové podíly	0	0	1	0	1	0	1	1
<b>Zisk na akcii základní a zředěný (Kč/akcie)</b>	<b>694</b>	<b>717</b>	<b>616</b>	<b>913</b>	<b>870</b>	<b>926</b>	<b>889</b>	<b>811</b>

\* Některé částky byly překlasifikovány a neodpovídají částkám uvedeným v konsolidované účetní závěrce za rok končící 31. 12. 2008.

**Příloha č. 3:** Výkaz o peněžních tocích společnosti Philip Morris ČR, a. s. za období 2006 - 2013 k 31. 12. (v celých tisících Kč)

Položka	Účetní období							
	2006	2007	2008*	2009	2010	2011	2012	2013
<b>PENĚŽNÍ TOKY Z PROVOZNÍ ČINNOSTI</b>								
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>2 572</b>	<b>2 613</b>	<b>2 179</b>	<b>3 182</b>	<b>2 975</b>	<b>3 166</b>	<b>3 049</b>	<b>2 783</b>
Odpisy dlouhodobých aktiv včetně nehmotného majetku	366	423	387	447	458	472	453	454
Snížení hodnoty majetku	0	0	20	0	0	0	0	0
Nerealizované kurzové ztráty/zisky	-1	16	-41	34	-1	4	-6	0
Čisté úrokové výnosy	-50	-89	64	-36	-29	-20	-10	-2
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení	-1	-12	-40	-7	-8	-1	-37	-4
Změna stavu opravných položek a rezerv	N/A	N/A	N/A	N/A	45	13	-8	4
Ostatní nepeněžní úpravy - čisté	49	-36	23	-24	5	17	12	-11
<b>Peněžní toky z provozní činnosti před změnami pracovního kapitálu</b>	<b>2 935</b>	<b>2 915</b>	<b>2 592</b>	<b>3 596</b>	<b>3 445</b>	<b>3 651</b>	<b>3 453</b>	<b>3 224</b>
Změna stavu: Obchodních a ostatních finančních pohledávek a Ostatních nefinančních aktiv	-598	-4802	6 836	3 532	-966	-2 876	-480	-3 566
Změna stavu: Obchodních, ostatních finančních a nefinančních závazků	-1 272	3 370	-5 358	1 553	1 743	2 599	495	4 358
Změna stavu: Zásob	-130	-4 670	644	548	143	-151	-468	-345
<b>Peněžní toky z provozní činnosti</b>	<b>935</b>	<b>-3 187</b>	<b>4 714</b>	<b>9 229</b>	<b>4 365</b>	<b>3 223</b>	<b>3 000</b>	<b>3 671</b>
Zaplacené úroky	-9	-13	-149	-24	0	0	0	0
Zaplacená daň z příjmů	-577	-565	-551	-697	-495	-643	-618	-546
<b>Čisté peněžní toky z provozní činnosti</b>	<b>349</b>	<b>-3 765</b>	<b>4 014</b>	<b>8 508</b>	<b>3 870</b>	<b>2 580</b>	<b>2 382</b>	<b>3 125</b>
<b>PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI</b>								
Výdaje na pořízení pozemků, budov a zařízení	-311	-149	-452	-712	-680	-426	-612	-677
Příjmy z prodeje pozemků, budov a zařízení	64	30	78	11	59	82	68	9
Výdaje na pořízení nehmotných aktiv	-9	-7	-122	-9	-23	-9	-2	-2
Přijaté úroky	56	102	88	62	29	20	10	2
<b>Čisté peněžní toky z investiční činnosti</b>	<b>-200</b>	<b>-24</b>	<b>-408</b>	<b>-648</b>	<b>-615</b>	<b>-333</b>	<b>-536</b>	<b>-668</b>
<b>PENĚŽNÍ TOKY Z FINANCOVÁNÍ</b>								
Vyplacené dividendy	-3 054	-1 647	-2 416	-1 538	-2 143	-3 460	-2 526	-2 471
<b>Čistý peněžní tok z financování</b>	<b>-3 054</b>	<b>-1 647</b>	<b>-2 416</b>	<b>-1 358</b>	<b>-2 143</b>	<b>-3 460</b>	<b>-2 526</b>	<b>-2 471</b>
<b>Čisté zvýšení peněžních prostředků</b>	<b>-2 905</b>	<b>-5 436</b>	<b>1 190</b>	<b>6 322</b>	<b>1 112</b>	<b>-1 213</b>	<b>-680</b>	<b>11</b>
<b>Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku roku</b>	<b>6 817</b>	<b>3 912</b>	<b>-1 524</b>	<b>-334</b>	<b>5 988</b>	<b>7 100</b>	<b>5 887</b>	<b>5 207</b>
<b>Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku</b>	<b>3 912</b>	<b>-1 524</b>	<b>-334</b>	<b>5 988</b>	<b>7 100</b>	<b>5 887</b>	<b>5 207</b>	<b>5 218</b>

\* Některé částky byly překlasifikovány a neodpovídají částkám uvedeným v konsolidované účetní závěrce za rok končící 31. 12. 2008.

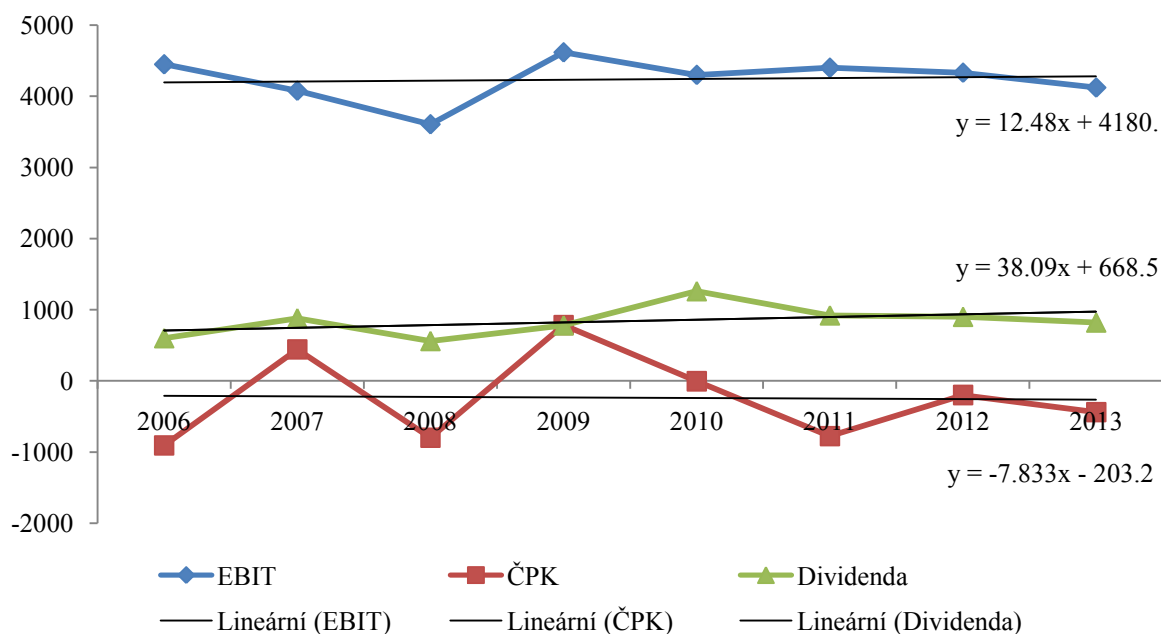
**Příloha č. 4:** Průměrné měsíční výnosy Indexu PX (v %) a desetiletých státních dluhopisů (v %) za období od ledna 2002 až do února 2015

Období	Průměrný měsíční výnos Indexu PX (v %)	Průměrný měsíční výnos 10letých státních dluhopisů (v %)	Období	Průměrný měsíční výnos Indexu PX (v %)	Průměrný měsíční výnos 10letých státních dluhopisů (v %)	Období	Průměrný měsíční výnos Indexu PX (v %)	Průměrný měsíční výnos 10letých státních dluhopisů (v %)
2002/1	3,92	5,32	2004/11	8,88	4,63	2007/9	1,68	4,57
2002/2	0,31	5,31	2004/12	4,39	4,14	2007/10	5,63	4,53
2002/3	4,47	5,55	2005/1	5,73	3,91	2007/11	-3,90	4,55
2002/4	3,32	5,42	2005/2	6,38	3,62	2007/12	-0,34	4,68
2002/5	5,30	5,30	2005/3	4,31	3,69	2008/1	-11,25	4,56
2002/6	-4,27	5,13	2005/4	-1,51	3,70	2008/2	-3,15	4,53
2002/7	-5,93	4,79	2005/5	-4,38	3,49	2008/3	-2,65	4,68
2002/8	7,79	4,57	2005/6	6,70	3,31	2008/4	3,51	4,72
2002/9	-1,68	4,48	2005/7	3,61	3,34	2008/5	6,71	4,84
2002/10	-4,50	4,29	2005/8	4,36	3,36	2008/6	-4,79	5,13
2002/11	5,21	4,21	2005/9	8,86	3,25	2008/7	-9,07	4,90
2002/12	2,28	4,15	2005/10	-2,06	3,45	2008/8	0,43	4,44
2003/1	2,73	4,10	2005/11	1,47	3,78	2008/9	-9,46	4,42
2003/2	1,45	3,81	2005/12	3,24	3,61	2008/10	-26,83	4,53
2003/3	-0,17	3,75	2006/1	4,79	3,39	2008/11	-13,09	4,52
2003/4	6,54	3,92	2006/2	1,77	3,43	2008/12	0,59	4,30
2003/5	7,59	3,73	2006/3	-0,42	3,57	2009/1	-1,63	4,21
2003/6	1,84	3,49	2006/4	-0,16	3,85	2009/2	-15,62	4,74
2003/7	-0,91	4,06	2006/5	-6,03	3,93	2009/3	1,48	5,16
2003/8	6,25	4,23	2006/6	-9,77	4,04	2009/4	16,87	5,25
2003/9	7,77	4,26	2006/7	6,12	4,03	2009/5	11,61	5,05
2003/10	-0,02	4,47	2006/8	3,47	3,87	2009/6	0,38	5,45
2003/11	0,34	4,75	2006/9	1,59	3,92	2009/7	2,05	5,41
2003/12	-0,68	4,82	2006/10	3,39	3,92	2009/8	20,96	5,09
2004/1	8,34	4,68	2006/11	3,59	3,87	2009/9	0,62	5,01
2004/2	8,55	4,85	2006/12	3,11	3,77	2009/10	0,27	4,50
2004/3	8,24	4,59	2007/1	1,61	3,94	2009/11	-1,11	4,19
2004/4	5,13	4,68	2007/2	3,98	3,89	2009/12	-2,12	3,98
2004/5	-8,56	4,95	2007/3	-1,69	3,87	2010/1	5,94	4,28
2004/6	2,87	5,09	2007/4	7,41	4,01	2010/2	-3,74	4,33
2004/7	-0,53	5,17	2007/5	2,26	4,13	2010/3	4,00	4,02
2004/8	0,77	5,09	2007/6	1,10	4,47	2010/4	7,22	3,84
2004/9	6,70	5,09	2007/7	0,38	4,54	2010/5	-6,49	4,10
2004/10	5,50	4,89	2007/8	-5,31	4,45	2010/6	-3,61	4,26

<b>Období</b>	<b>Průměrný měsíční výnos Indexu PX (v %)</b>	<b>Průměrný měsíční výnos 10letých státních dluhopisů (v %)</b>	<b>Období</b>	<b>Průměrný měsíční výnos Indexu PX (v %)</b>	<b>Průměrný měsíční výnos 10letých státních dluhopisů (v %)</b>
2010/7	1,22	3,97	2013/8	7,96	2,40
2010/8	1,64	3,56	2013/9	-0,03	2,42
2010/9	-2,92	3,34	2013/10	2,09	2,33
2010/10	0,06	3,43	2013/11	3,85	2,18
2010/11	0,34	3,59	2013/12	-3,78	2,20
2010/12	4,11	3,89	2014/1	2,98	2,43
2011/1	4,46	3,98	2014/2	0,73	2,28
2011/2	-0,30	4,05	2014/3	-2,60	2,20
2011/3	-1,23	4,05	2014/4	1,49	2,00
2011/4	2,10	4,50	2014/5	-0,41	1,73
2011/5	0,13	3,89	2014/6	2,62	1,55
2011/6	-2,87	3,77	2014/7	-6,54	1,49
2011/7	-1,49	3,79	2014/8	1,24	1,38
2011/8	-13,53	3,40	2014/9	1,87	1,21
2011/9	-8,47	3,00	2014/10	-3,74	1,10
2011/10	-2,02	3,14	2014/11	2,49	0,87
2011/11	-5,17	3,67	2014/12	-0,12	0,67
2011/12	-0,32	3,70	2015/1	-2,28	0,35
2012/1	4,79	3,39	2015/2	4,86	0,40
2012/2	9,06	3,12			
2012/3	-1,31	3,51			
2012/4	-6,07	3,51			
2012/5	-4,76	3,31			
2012/6	-0,54	3,11			
2012/7	1,82	2,60			
2012/8	3,55	2,38			
2012/9	2,85	2,37			
2012/10	2,13	2,24			
2012/11	0,05	1,92			
2012/12	3,31	1,92			
2013/2	-3,75	2,01			
2013/3	-0,24	1,98			
2013/4	-4,01	1,82			
2013/5	1,69	1,67			
2013/6	-5,89	2,14			
2013/7	-2,97	2,23			

**Příloha č. 5:** Regresní analýza pro dividendový diskontní model a pro model diskontovaných peněžních toků

**Regresní analýza pro dividendový diskontní model**



**Regresní analýza pro model diskontovaných peněžních toků**

