

Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta



Fundamentální analýza

Seminární práce do předmětu Finanční trhy

Autor: Vít Tomšic

Obsah

Obsah.....	2
Úvod.....	3
Analýzy budoucího vývoje trhů	4
Podstata fundamentální analýzy.....	4
Vnitřní hodnota akcie	5
Možná úskalí při získání vnitřní hodnoty.....	6
Dividendy	6
Úrokové míry	6
Počet let.....	6
Vnitřní hodnota akcie	6
Dividendy vs. reinvestice	7
Průběh fundamentální analýzy	7
Globální fundamentální analýza.....	8
fáze hospodářského cyklu	8
fiskální politika.....	8
úrokové míry	9
inflace.....	9
mezinárodní pohyb kapitálu	10
ekonomické a politické šoky	10
Sektorová (odvětvová) analýza	10
cyklická odvětví	10
neutrální odvětví.....	11
anticyklická odvětví	11
Analýza jednotlivé společnosti.....	11
Ukazatele vnitřní hodnoty akcie.....	12
Příklad z historie fundamentální analýzy	13
Závěr.....	14
Zdroje	15

Úvod

Lidé, kteří se pohybují na kapitálových či finančních trzích, tam mohli vstoupit za různým účelem. Někteří chtějí pouze ochránit své peníze před inflací, ostatní, ti, kteří mají větší toleranci k riziku, se můžou pustit do spekulativnějších operací.

Pro obě tyto skupiny je vývoj na kapitálových trzích velmi důležitý. Pokud by věděli, jakým způsobem se bude tento vývoj ubírat, tak by to pro jejich finance mohlo znamenat .

Pro náhled do vývoje na kapitálových trzích může sloužit několik nástrojů. Můžou to být různé analýzy, např. fundamentální, technická a psychologická.

Ve své práci se zaměřím na analýzu fundamentální, především akcií.

Analýzy budoucího vývoje trhů

V podstatě existují 3 metody předpovědi budoucího vývoje ekonomických veličin. První možností je podívat se na dosavadní vývoj hodnot bez toho, že bychom zkoumali, co stojí za změnami nebo trendy. To podstatné, na co se zaměříme, jsou historické údaje, které zanalyzujeme a možný další vývoj aplikujeme na budoucnost. Teď jsem ve zkratce popsal technickou analýzu.

Další možností, jak odhadnout vývoj akcií či indexů, je psychologická analýza. Ta, stejně jako fundamentální analýza, zpracovává ohromné množství údajů. Kromě těchto dat, je další kurzotvorný faktor samotné chování investorů. Tento může být významný především v kratším časovém horizontu. Jeho význam je umocněn pozitivní zpětnou vazbou. Pokud někdo věří, že stoupne cena akcie, tak si ji koupí. Podle zákona nabídky a poptávky dojde ke zvýšení ceny. Tím si investor „potvrdí“, že správně odhadl trend a třeba strhne další investory k nákupu. Celá tato situace ale mohla vzniknout díky úplně mylným vstupním údajům.

Několikrát jsem zmínil fundamentální analýzu. Jaké údaje bere v úvahu a jak vypadá její doporučení?

Podstata fundamentální analýzy

Fundamentální analýza vychází z toho, že existuje vnitřní, či skutečná hodnota akcie. Tato hodnota má pro investory zcela zásadní význam. Asi známějším ukazatelem je pro většinu lidí vnější hodnota akcie, což je vlastně aktuální kurz. Tento kurz dlouhodobě osciluje právě kolem vnitřní hodnoty akcie. V případě, že bychom byli schopni vnitřní hodnotu akcie spolehlivě odhalit, pak by bylo velmi snadné na kapitálových trzích přijít k velkému jmění. Stačilo by k tomu jediné. Kdybychom zjistili, že vnější hodnota je nižší než vnitřní, tedy, že je podhodnocená pak bychom tuto akcie drželi, protože se předpokládá, že dojde časem minimálně k vyrovnání obou údajů. Až by tato situace nastala, tak bychom akcií prodali za tržní cenu, která by byla vyšší než naše pořizovací a realizovali bychom zisk.

V případě, tržní hodnota by byla vyšší než vnitřní a akcie byla tudíž nadhodnocená, pak bychom akcii měli prodat, protože časem dojde opět k vyrovnání a tudíž k poklesu.

Pokud vnitřní hodnota akcie odpovídá tržní ceně, pak je ohodnocena „správně“.

Vnitřní hodnota akcie

Nyní se pojďme podrobněji podívat na to, jakým způsobem se dá vnitřní hodnota vypočítat. Vzorec pro její výpočet je alfou a omegou všech seriozních investorů a neobejde se bez něj ani žádný finanční kalkulátor či učebnice financí.

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{Di}{(1+r)^i}$$

kde:

P... vnitřní hodnota cenného papíru

Di... výše dividendy (příp. výnosu z jiného CP než akcie)

R... požadovaný výnos (diskontní míra, míra výnosu bezrizikového vkladu)

N... počet let, pro který očekáváme výplaty dividend (důchodu).

Vzorec vyjadřuje rovnost mezi vnitřní hodnotou akcie a součtem hodnot budoucích dividend. Jinými slovy, za kolik let se nám vrátí naše investice ve formě dividend. Dividenda, kterou obdržíme za rok, bude mít nižší hodnotu, než hodnota, kterou bychom obdrželi za rok. Jaký bude rozdíl mezi těmito hodnotami? Tento rozdíl nám pomůže vyjádřit diskontní míra, která se odvíjí od úrokových sazeb. Např. pokud očekáváme výplatu dividendy v hodnotě 100 Kč a diskontní míra byla 10 %, jde o stejnou situaci, jako bychom vložili 90,91 Kč na termínovaný vklad úročený 10 %.

Diskontní míra představuje zároveň míru výnosu bezrizikové investice. Vždy tedy na kapitálových trzích budeme požadovat minimálně stejný výnos jako je diskontní míra. Větší výnos by pro nás byla „prémie“ za podstoupené riziko.

Možná úskalí při získání vnitřní hodnoty

Samotný vztah, ač vypadá jednoduše, skrývá v sobě několik potenciálních problémů:

Dividendy – samotný odhad dividendy je velmi obtížným úkolem. Dobrý analytik zřejmě prověří, jestli případný zisk bude reinvestován do podniku či zda se rozdělí na dividendy. Aby ale vnitřní hodnota odpovídala skutečnosti, měly by být dividendy určeny na desítky let dopředu, což zřejmě není v pozemských silách.

Úrokové míry – v tomto případě opět velmi záleží na správném určení úrokové míry. Jakou úrokovou míru ale vybrat? Je to o to důležitější, protože se tento údaj nachází v čitateli zlomku a tak vnitřní hodnota není závislá na úrokové míře lineárně, ale hyperbolicky. Není až takovým problémem zjistit úrokové míry na roční vklady, ale pokud potřebujeme zjistit úrokovou míru na desítky let dopředu, opět se zde můžeme dostat do značných potíží.

Počet let – nevíme, jak daleko dopředu je zapotřebí se dívat.

Vnitřní hodnota akcie – z výše uvedeného vztahu získáme hodnotu takovou, jako kdybychom s nezměněnou hodnotou údajů, z nichž jsme vycházeli, mohli počítat po celé období.

Historie vnitřní hodnoty akcie

Duchovním otcem tohoto vzorce je John Burr Williams, který byl úspěšným investorem již během svých studií. Ten v rámci své disertační práce poprvé zavedl metodu hodnocení akcií pomocí součtu diskontovaných dividend. Tato jeho disertační práce nakonec téměř nebyla uznána – byla totiž publikována ještě před obhajobou, což harvardským profesorům vadilo. Nebyli to ale jen oni, kdo neměl zrovna ideální náhled na věc. Sám Williams svou práci považoval za bezchybné dílo. Přitom ale nepočítal s rizikem nebo se sebemenší nejistotou.

Méně nabubřelý postoj zaujal Benjamin Graham. Ten začínal na Wall Street jako asistent, ale dostal se až na pozici portfolio manažera firmy. Pokud jde o vnitřní hodnotu akcií, na tu se díval střízlivěji než Williams. Podle něj je vnitřní hodnota dána aktivy, výnosy, dividendami a jasnými perspektivami.

Dividendy vs. reinvestice

Než se podíváme na to, jakými fázemi fundamentální analýza prochází, ještě bych se jednou, podrobněji, vrátil k otázce dividend. Obecně známý fakt je, že dividendy jsou zásadní důvod, proč vlastně držet akcie. To je sice pravda, ale ne úplná. Na otázku ohledně dividendových výnosů se snažili odpovědět dva američtí profesori Merton Miller a Franco Modigliani, známí jako M&M. V padesátých letech se zabývali optimální strukturou podnikových financí, konkrétně tím, jaký má být poměr vlastního a cizího kapitálu ve firmě. Vlastní zdroje bývají obecně dražší než cizí, na druhou stranu cizí zdroje je nutné pravidelnými splátkami umořovat, čímž se může podnik dostat do finančních potíží.

Nakonec došli oba k překvapivému závěru: Tržní hodnota jakékoli firmy je nezávislá na její kapitálové struktuře. Toto tvrzení je zároveň titulem jejich společné práce. Asi je poměrně zbytečné popisovat, jaké reakce to způsobilo. Díky výborné teoretické i praktické argumentaci ale hlasy svých odpůrců umlčeli.

Dosáhne-li podnik zisku, může s ním, jak už jsem zmínil výše, naložit dvěma způsoby. Buď jej vyplatí ve formě dividend vlastníkům. Dividenda ovšem znamená, že tyto prostředky mohou podniku chybět pro další rozvoj. Nyní má management dvě možnosti, buď se smíří s tím, že se vzdá poklesu budoucích zisků, které by mohl realizovat díky reinvestici, nebo si na další rozvoj půjčí

V případě, že se opravdu podnik rozhodne pro výplatu dividend, pak je může nahradit půjčkou. Náklady na ni ale budou za optimálních podmínek stejné jako kapitálové výnosy z dividend, které vlastník obdržel a uložil do banky na roční termínovaný vklad.

Vlastník tedy nemá mnoho důvodů, proč trvat na výplatě dividend. Snad jen že by potřeboval hotové peníze. Vyplacené dividendy je obvykle nutné nahradit vypůjčeným kapitálem, který odčerpá další peněžní prostředky. Navíc nesmíme zapomenout na to, že dividendy jsou poměrně silně zdaněné.

Ve většině zemí proto jsou dividendy považovány spíše za znak prosperity firmy.

Průběh fundamentální analýzy

Teď k samotnému průběhu fundamentální analýzy. Ta sestává v zásadě ze tří dílčích analýz:

- globální fundamentální analýzy
- odvětvové (sektorové) analýzy
- a analýzy konkrétní finančního instrumentu či konkrétní firmy.

Globální fundamentální analýza

Globální fundamentální analýzou celá analýza v podstatě začíná a má na celkovou analýzu vliv více než z 50 %. Jde o prognózu a celkové zhodnocení situace na daném trhu především z makroekonomického hlediska. Globální analýza se zaměřuje především na tyto ukazatele:

- fáze hospodářského cyklu

- v období růstu ekonomiky dochází také k růstu kurzů akcií. Během hospodářské recese je tomu naopak. Volatilita akcií je ale zpravidla daleko větší než výkyvy hospodářského cyklu. Tyto výkyvy odpovídají očekávaným ziskům. Musíme ale odlišit očekávané zisky a očekávané tržby. Z konstrukce zisku, jako rozdílu mezi příjmy a výdaji, vyplývá, že pokles obrátu o 10 % může snadno znamenat pokles zisku o 50 %.

Další zajímavou skutečností je, že hospodářský cyklus a cyklus akcií není časově totožný. Změny akciových kurzů předbíhají reálný vývoj ekonomiky přibližně o 3 až 6 měsíců. Může to být způsobeno tím, že analytici se pokouší odhadnout budoucnost na základě faktorů jako udělená stavební povolení, spotřebitelská důvěra, atd. Přínos těchto ukazatelů se projeví až v budoucnu.

- fiskální politika

- ovlivňuje kurzy akcií dvěma způsoby. První vliv se projevuje skrz daňový systém. Růst daní obecně snižuje čisté zisky firem, vede tedy k poklesu kurzů akcií. Pokles daní má opačný efekt.

Druhý faktor fiskální politiky jsou státní výdaje. Ty mohou působit pozitivně i negativně. Ty společnosti, které profitují ze státních zakázek, mohou očekávat růst kurzů svých akcií. Pokud jsou ale státní výdaje financovány vydáváním dalších

státních dluhopisů (což je zcela bezpečná investice), dochází k vytěsnění investic do akcií. Zjednodušeně řečeno, pro akcie zbývá méně peněz. Krom toho nárůst státního dluhu nad určitou úroveň zvyšuje úrokové sazby, což opět způsobuje pokles akciových kurzů.

- **úrokové míry**

- k tomu, aby byl úrokovým mírám přikládán důležitý význam, jsou minimálně tři důvody. Především, úrokové sazby jsou měřítkem výnosů, kterých je možné dosáhnout na peněžním trhu. S těmi poměříme všechny ostatní možnosti, jakým způsobem a kam zainvestovat. Druhý důvod je, že úrokové sazby se objevují přímo ve vzorcích pro výpočet vnitřní hodnoty akcií. Zvýšení úrokových měr se projeví snížením cen akcií. Nárůst úrokových měr totiž vede investory k prodeji akcií a uložení peněz za vyšší úrok. Tím dochází k poklesu cen akcií.

Třetí důvod je všeobecně známý. Úrokové míry jsou samy o sobě důležitou makroekonomickou veličinou. Růst úrokových sazeb může znamenat nebezpečí zvýšené inflace. Na to, jaké efekty vyvolává, se zaměřím v následujícím odstavci.

- **inflace**

- výše inflace nám umožní určit reálný výnos úrokových měr. Výše inflace nám také hodně sděluje o samotném stavu ekonomiky. Nemusím zde připomínat, že vysoká inflace má obecně špatný vliv na ekonomiku. Nejhorší situace nastává v případě silného kolísání inflace.

Když se zaměřím na skutečný dopad inflace na pohyby kurzů, pak s růstem cenové hladiny dochází také k růstu ceny akcií. V případě vyšších inflačních hodnot ale dochází k zaostávání růstu za inflací. Vysvětlení tohoto jevu může být několik.

1) Inflace zvyšuje daňové zatížení díky existenci odpisů. Odpisy se počítají z pořizovací ceny majetku. Po ukončení odpisování ale za sumu všech odpisů není možné pořídit nový majetek, protože je jeho cena vyšší. Vyšší je i daň ze zisku, což vede k poklesu kurzů akcií.

2) Při růstu inflace dochází k růstu volatility inflace. To u investorů vyvolává nejistotu a následně požadují vyšší výnos jako kompenzaci zvýšené nejistoty. Vyšší požadovaný výnos s sebou přináší pokles akciových kurzů.

3) Třetím faktorem může být hypotéza peněžní iluze, což znamená, že investoři mohou zaměnit reálné a nominální úrokové sazby.

- mezinárodní pohyb kapitálu

- v dnešní globalizované společnosti se mohou peněžní prostředky poměrně rychle na trhy, které se mohou jevit jako podhodnocené. Příliv a odliv zahraničního kapitálu tak zásadně ovlivňuje volatilitu akciového trhu. Tato skutečnost platí především na malých rozvíjejících se trzích.

- ekonomické a politické šoky

- na akciových trzích se projevují negativně. Může jít o obchodní a celní války, válečné konflikty, politické krize. Jako silný šok se projevilo v 70. letech ropná krize, kdy došlo díky kartelové dohodě mezi členskými státy OPEC k prudkému zdražení ropy.

Naopak může dojít i k pozitivním šokům, např. při stabilizaci politické situace nebo zlevnění dovážených surovin.

Sektorová (odvětvová) analýza

Další fází fundamentální analýzy je analýza odvětvová neboli sektorová. Prognózuje vývoj v jednotlivých odvětvích a analyzuje jejich rozdílné charakteristiky.

Jednotlivá odvětví rozdělujeme podle toho, jakým způsobem reagují na změnu produktu a agregátní poptávky:

- cyklická odvětví

- vyznačují se tím, že kopírují automobilový průmysl. Typická cyklická odvětví jsou např. automobilový průmysl, stavebnictví, atd. V těchto odvětvích se může kupující rozhodnout, že svůj zamýšlený nákup odloží až do doby, kde se mu zlepší finanční

situace. Při srovnání výkyvů v produkci těchto odvětví s výkyvy hospodářství zaznamenáváme větší kolísavost právě v cyklických odvětvích.

- **neutrální odvětví**

- kurzy akcií nereagují na vývoj hospodářství, protože poptávka po produktech je relativně stabilní. Jedná se hlavně o nezbytné statky, např. potraviny a také statky s nízkou cenovou elasticitou (cigarety, alkohol,...).

- **anticyklická odvětví**

- kurzy akcií společností působících v těchto odvětvích se pohybují inverzně s hospodářským cyklem. Jde o produkce inferiorních statků.

Dlouhodobě stabilní výsledky vykazují firmy v monopolizovaných odvětvích. Nejsložitější je naopak stanovovat prognózy v odvětvích s konkurenčním prostředím.

Analýza jednotlivé společnosti

Poslední fází fundamentální analýzy je analýza samotného cenného papíru či jednotlivé společnosti. Cílem této analýzy je vyhledat akcie společností, které jsou podhodnocené a v tom případě tyto akcie držet, popřípadě koupit, a později, až dojde k vyrovnaní s vnější hodnotou akcie, ji prodat, nebo naopak najít nadhodnocené akcie, které mají vnitřní hodnotu vyšší než vnější a ty prodat, dokud nedojde ke sblížení obou hodnot.

Způsobů, jakými se dá vnitřní hodnota akcie zjistit, je několik. Nicméně jedná se o vskutku mimořádně těžký úkol. Ten, kdo provádí tuto analýzu, musí kompletně „rozebrat firmu na šroubky“. Musí mít výborné znalosti z účetnictví, aby dokázal odhalit triky kreativního účetnictví, minimální základní přehled o technologii, kterou firma používá. Musí brát také v úvahu, na jakém trhu a v jaké společnosti firma působí.

Kromě toho, že se zajímá o danou společnost, musí mít přehled o celém trhu, o nejsilnějších konkurentech, včetně drobnějších hráčů na trhu. Rozhodně nestačí se zaměřit na domácí trh, je nutné vzít v úvahu exportní možnosti a tím pádem také společnosti působící ve stejném odvětví také v zahraničí.

Než bychom byli schopní shromáždit „všechny“ nutné informace, většina z nich by už dávno nemusela být aktuální. Proto napsat skutečně objektivní a úplnou analýzu asi není v lidských silách.

Podstatný vliv má odvětví, ve kterém „naše“ firma působí. Obtížnost získávání se liší sektor od sektoru. V případě odvětví, které se teprve rozvíjí, to může být dokonce nemožné.

Ukazatele vnitřní hodnoty akcie

Ke zjištění vnitřní hodnoty akcie může sloužit několik ukazatelů. Jedním z nich je už jedenkrát zmíněný P/E. Četné studie ukázaly, že akcie s nízkým poměrem P/E mají dlouhodobě sklon překonávat akcie s vysokým P/E. Akcie s nízkým P/E bývají často levné. To souvisí s vyšším průměrným rizikem, se kterým se pojí.

Naopak akcie s vyšším poměrem P/E mají tendenci poskytovat vyšší výnosy. Rozhodně ale neplatí, jako nic v tomto textu, že je to způsob, jakým se dají zaručeně vydělat jednoduše a bezrizikově peníze.

Podobný ukazatel je P/BV (Price/Book Value, neboli cena/účetní hodnota). Podle jisté studie vyšlo najevo, že akcie s nejnižším poměrem P/VB, tedy ty, které byly vzhledem k účetní hodnotě nejlevnější, dlouhodobě překonaly svou výkonností akcie s nejvyšším poměrem P/VB v poměru 21,4 % ku 8 %.

Také tato skutečnost nepředstavuje tzv. „oběd zadarmo“. „Levné“ akcie totiž nejsou levné bez příčiny. Tato nízká cena je vykoupena zvýšeným rizikem oproti dražším akciím. Obecně platí, že levné akcie jsou nadprůměrně rizikové. Proto někdy mohou poskytnout i nadprůměrný výkon.

Příklad z historie fundamentální analýzy

Jeden příklad za všechny, jak může sebelepší analytik, v případě, že podcení technologickou stránku podniku, uškodit sám sobě, případně lidem, kteří se na jeho analýzu spoléhají.

Začátkem 70. let byla jedna z nejvýkonnějších akcií ve Spojených státech společnost STP.

Tato společnost se orientovala především na produkci směsi, které se přidávala do motorového oleje a měla prodlužovat životnost motoru a zvyšovat jeho výkon. Nikdo o této převratné novince nepochyboval a investoři se jen hrnuli a s nimi se rapidně zvyšoval kurz akcií STP na burze.

Jeden z analytiků si položil otázku, zda tento „zázračný“ výrobek vůbec funguje. Po provedení analýzy bylo zjištěno, že jde o bezcenné olejové ředidlo a výsledkem analýzy bylo doporučení vůbec tento produkt nepoužívat. Akcie STP se během velmi krátké doby staly téměř bezcennými.

Z tohoto příkladu vyplývá zásadní ponaučení: rozlišovat mezi fakty a názory.

Závěr

Fundamentální analýza poskytuje data, která jsou pro každého investora, cenné údaje. Přesto má tento analytický přístup několik podstatných slabin. Klade totiž mimořádný důraz na dividendy a peněžní toky a téměř vůbec si nevšímá možných rizik. Zakladatelé fundamentální analýzy totiž dividendám mylně přikládali naprosto zásadní význam.

Fundamentální analýza tvoří v současnosti hlavní proud analýzy cenných papírů. Musíme si ale uvědomit, že investiční rozhodování pouze na základě odhadů vnitřní hodnoty může vést k nepříjemným překvapením.

Fundamentální informace jsou často neúplné kvůli velkému množství proměnných, které mají na danou funkční veličinu vliv. Další nebezpečí plyne z toho, že samotná fundamentální analýza, přestože může být zpracována precizně, pokud vychází ze špatných vstupních údajů, poskytuje naprosto nevhodná doporučení. Nemluvě o tom, že vstupní data mohou být někdy chybná úmyslně se záměrem poškodit investora.

Fundamentální informace je tedy nutné brát s rezervou a je dobré vzít v úvahu i jiné zdroje zdroje investičních doporučení, např. technickou či psychologickou analýzu. Na škodu rozhodně není zapojit do rozhodování i svůj vlastní selský rozum.

Zdroje:

1. Hladík René.: Trhy cenných papírů. RENECO, Ústí n. L. 2003, 99 stran, ISBN 80-86563-06-5
2. Pavel Kohout, Martin Hlušek: Peníze – výnosy a rizika, EkoPress, Praha 2002, 216 stran, ISBN 80-86119-48-3.
3. <http://ipoint.financninoviny.cz/skola-investora-fundamentalni-analyza-konkurentka-samana-ano-i-ne-aneb-rizika-a-nebezpeci.html>
4. <http://seminare.penezovod.cz/FUNDAMENTALNI-ANALYZA/Fundamentalni-analyza.html>
5. <http://nr1a.com/F-analyza.htm>
6. www.financnik.cz/komodity/zkusenosti/forex-fundamentalni-analyza-2.html