

Projekt valuace a predikce vývoje společnosti MONETA Bank za použití vybraných valuačních modelů

Ing. Vojtěch Sadil

Diplomová práce
2017

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav podnikové ekonomiky
akademický rok: 2016/2017

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: Ing. Vojtěch Sadil
Osobní číslo: M15625
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: Podniková ekonomika
Forma studia: kombinovaná

Téma práce: Projekt valuace a predikce vývoje společnosti Moneta Bank za použití vybraných valuačních modelů

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Proveďte průzkum literárních pramenů a zpracujte kritickou literární rešerši, zaměřenou na proces valuace a predikce podniku.

II. Praktická část

- Analyzujte vybraný podnik za pomoci finanční, strategické a FATA analýzy.
- Stanovte hodnotu podniku použitím vybraných valuačních metod.
- Sestavte prognózu budoucího vývoje vybraného podniku a formulujte doporučení pro investory.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. Principles of corporate finance. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2014, 976 s. The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 978-0-07-803476-3.
DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. Third edition. Hoboken: Wiley, 2012, 992 s. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-01152-2.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 367 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 264 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Jana Vychytilová, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 15. prosince 2016
Termín odevzdání diplomové práce: 18. dubna 2017

Ve Zlíně dne 15. prosince 2016



doc. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan



Ing. Petr Novák, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen přípouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 18.04.2017

Jméno a příjmení: VOJTĚCH SADIL

Sadil
.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Předložená diplomová práce se zabývá procesem valuace vybraného podniku. Hlavním cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu vybrané bankovní společnosti. Teoretická část obsahuje literární rešerši, která je zaměřená na danou problematiku. Ekonomická data jsou analyzována pomocí strategické, fundamentální a finanční analýzy. Výstupy z těchto analýz slouží jako podklad pro projektovou část. V této části je stanovena hodnota bankovní společnosti a jsou zde formulována souhrnná doporučení pro investory.

Klíčová slova: valuace, hodnota, valuační model, analýza, predikce, banka, diskontní míra, investice, cena

ABSTRACT

This master thesis deal with Process of Valuation. The main aim of this master thesis is to determine the Value for selected Banking Company. Theoretical part includes a literal review which is focused on the selected problematics. Economical data are analyzed using strategical, fundamental and financial analysis. Outputs from those analysis serves as base for project part. In this section is determined the value of banking company. There are also formulated summary for potential investors.

Keywords: Valuation, Value, Valuation Model, Analysis, Prediction, Bank, Discount Rate, Investment, Price

Na tomto místě chci poděkovat vedoucí mé diplomové práce, paní Ing. Janě Vychytilové, Ph.D., za její ochotu a trpělivost a také za přínosné připomínky a podněty, které výrazně zvýšily kvalitu této práce.

Děkuji také své rodině za podporu při mém studiu.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 VALUACE A HODNOTA PODNIKU	14
1.1 VALUACE AKTIV A JEJÍ PODSTATA	14
1.2 VYUŽITÍ VALUACE AKTIV	15
1.2.1 Valuace v portfolio managementu	15
1.2.2 Valuace v případě akvizic a fúzí	15
1.2.3 Valuace v případě podnikových financí.....	16
1.3 POJEM HODNOTA A JEHO PODSTATA	16
1.3.1 Současná a budoucí hodnota	17
1.3.2 Faktor času a úroková míra	17
1.3.3 Diskontní míra.....	18
1.3.4 Faktor rizika	18
1.3.5 Predikce budoucích hodnot	19
1.4 PŘÍSTUPY K VALUACI PODNIKU	19
1.4.1 Tržní hodnota	20
1.4.2 Subjektivní (investiční) hodnota	20
1.4.3 Objektivizovaná hodnota	21
1.4.4 Funkcionální koncepce.....	21
1.5 PODNIK JAKO PŘEDMĚT VALUACE	22
1.5.1 Definice podniku	22
1.5.2 Terminologie v oblasti valuace podniku	22
1.6 FUNDAMENTÁLNĚ TRŽNÍ VALUACE PODNIKU	23
1.6.1 Podstata fundamentálně tržní valuace	23
1.6.2 Obecné zásady v procesu valuace	23
1.7 ODHAD HODNOTY PODNIKU – OBECNÝ ÚVOD	25
1.7.1 Metody valuace podniku	25
1.7.2 Podstata výnosových valuačních modelů.....	26
1.7.3 Modely diskontovaných peněžních toků (DCF)	26
1.7.4 Relativní valuace podniku	29
2 ANALÝZA A PREDIKCE DAT	30
2.1 POROZUMĚNÍ ÚČETNÍM VÝKAZŮM	30
2.1.1 Účetní výkazy dle IAS/IFRS	30
2.1.1.1 Rozvaha	31
2.1.1.2 Výkaz zisku a ztrát.....	31
2.1.1.3 Výkaz o peněžních tocích	31
2.1.1.4 Příloha k účetní závěrce	31
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	32
2.2.1 Podstata strategické analýzy	32
2.2.2 Účel strategické analýzy	32
2.2.3 Analýza makroprostředí	32
2.2.4 Analýza mikroprostředí.....	33
2.2.5 Porterův model pěti sil	33
2.2.6 SWOT analýza	34

2.3	FATA ANALÝZA	34
2.3.1	Fundamentální analýza.....	34
2.3.2	Technické analýza	35
2.4	PREDIKCE DAT V PROCESU VALUACE	35
2.4.1	Finanční plánování	36
2.4.2	Model ROE – odhad budoucích zisků	36
3	SPECIFIKA VALUACE FINANČNÍCH SPOLEČNOSTÍ	38
3.1	FINANČNÍ TRH A FINANČNÍ SPOLEČNOST	38
3.1.1	Definice a struktura finančního trhu	38
3.1.2	Fungování finančních trhů	38
3.2	BANKA A BANKOVNÍ SEKTOR	39
3.2.1	Definice pojmu banka	39
3.2.2	Komerční banka	40
3.2.3	Charakteristika bankovního podnikání	40
3.2.3.1	Aktiva a pasiva bankovní společnosti.....	40
3.2.3.2	Podrozvahové položky.....	41
3.2.3.3	Výkaz zisku a ztrát.....	41
3.2.3.4	Důvěryhodnost banky a dobré jméno	41
3.2.4	Bankovní regulace v ČR	42
3.3	FINANČNÍ ANALÝZA	42
3.3.1	Podstata finanční analýzy.....	43
3.3.2	Finanční ukazatele, metody a postupy	43
3.4	SPECIFIKA FINANČNÍ ANALÝZY BANKOVNÍ SPOLEČNOSTI.....	44
3.4.1	Jednotlivé specifické ukazatele	44
3.4.1.1	Ukazatele struktury bilance banky.....	45
3.4.1.2	Ukazatele bankovní likvidity	45
3.4.1.3	Ukazatele bankovní rentability	46
3.4.1.4	Ukazatele bankovní produktivity	46
3.4.1.5	Ukazatele kvality bankovních aktiv.....	46
3.4.2	Ratingové metody finanční analýzy bank	47
3.4.2.1	Metoda CAMELS	47
3.4.2.2	Metoda BOPEC	48
3.5	CHARAKTER VALUACE FINANČNÍCH SPOLEČNOSTÍ.....	49
3.5.1	Problémy s využitím výnosových metod	49
3.5.1.1	Cizí kapitál.....	49
3.5.1.2	Odhad budoucích peněžních toků.....	49
3.5.1.3	Kalkulace Beta koeficientu	50
3.5.2	Relativní valuace v případě finančních společností	50
3.6	SHRNUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI	51
II	PRAKTICKÁ ČÁST	52
4	ANALYTICKÁ ČÁST	53
4.1	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI.....	53
4.2	STRATEGICKÁ ANALÝZA	55
4.2.1	SWOT analýza	55
4.2.2	Porterův model 5 S.....	56
4.2.2.1	Vyjednávací schopnost dodavatelů.....	56

4.2.2.2	Vyjednávací síla odběratelů.....	57
4.2.2.3	Hrozba vstupu nových konkurentů.....	57
4.2.2.4	Hrozba náhradních substitutů.....	58
4.2.2.5	Konkurence mezi stávajícími podniky v odvětví.....	59
4.3	FATA ANALÝZA.....	59
4.3.1	Makroekonomická analýza.....	60
4.3.1.1	Globální ekonomická situace.....	60
4.3.1.2	Makroekonomická analýza ČR.....	61
4.3.1.3	Monetární politika ČNB.....	62
4.3.2	Odvětvová analýza.....	64
4.3.2.1	Finanční sektor v ČR.....	64
4.3.2.2	Bankovní sektor v ČR.....	64
4.3.3	Statistika českého bankovního sektoru.....	65
4.3.4	Mikroekonomická analýza.....	67
4.4	FINANČNÍ ANALÝZA – METODA CAMELS.....	69
4.4.1	Kapitálová přiměřenost.....	69
4.4.2	Kvalita aktiv.....	69
4.4.3	Kvalita managementu.....	72
4.4.4	Kvalita zisku.....	74
4.4.5	Likvidita.....	75
4.4.6	Senzitivita.....	77
4.4.7	Technická analýza akcií – Elliottovy vlny.....	77
4.5	PREDIKCE FINANČNÍCH PLÁNŮ.....	78
4.5.1	Model ROE.....	79
4.5.2	Plánovaný výkaz zisku a ztrát.....	80
4.5.3	Plánovaná rozvaha.....	82
4.5.4	Plánované peněžní toky.....	85
5	PROJEKTOVÁ ČÁST.....	86
5.1	VOLBA VALUAČNÍCH MODELŮ.....	86
5.1.1	Výpočet koeficientu Beta.....	86
5.1.2	Výpočet diskontní míry, model CAPM.....	87
5.2	FCF EQUITY MODEL.....	88
5.2.1	Dvoufázový propočet FCFE.....	88
5.3	DDM MODEL.....	90
5.3.1	Dvoufázový propočet DDM.....	90
5.4	RELATIVNÍ VALUACE.....	91
5.5	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU.....	94
5.6	PREDIKCE BUDOUCÍHO VÝVOJE.....	94
5.6.1	Predikce budoucího vývoje společnosti Moneta Money Bank.....	95
5.6.2	Predikce vývoje ceny akcií společnosti Moneta Money Bank.....	96
5.7	FORMULACE DOPORUČENÍ PRO INVESTORY.....	97
	ZÁVĚR.....	99
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	100
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	104
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	105

SEZNAM TABULEK.....	106
SEZNAM PŘÍLOH.....	107

ÚVOD

Anglický básník a dramatik Oscar Wilde kdysi napsal: „Cynik je ten, kdo zná cenu všeho ale hodnotu ničeho.“ Tímto citátem správně popsal počínání některých současných finančních analytiků a amatérských investorů. V době moderních technologií, kdy jsou informace zprostředkovány téměř okamžitě, není složité zjistit aktuální cenu téměř jakéhokoliv aktiva. Tito analytici a investoři však podléhají klamně představě, že znalost ceny znamená znalost hodnoty. Autor této práce se bude snažit, přispět svým skromným příspěvkem k vymýcení tohoto zažitého omylu.

Současná ekonomická a finanční praxe je charakteristická orientací na hodnotový management. Znalost procesu valuace je tedy klíčovou znalostí každého seriózního finančního manažera, investora či analytika. Proces valuace a predikce hodnoty podniku je velmi náročná analytická disciplína. Cesta ke stanovení hodnoty a následné formulaci investičního doporučení je dlouhá a složitá. V některých okamžicích připomíná tato disciplína tápání ve tmě a hledání vypínače od světla. Valuace podniku se někdy označuje jako „královská“ disciplína, která vyžaduje rozsáhlé znalosti z podnikové ekonomiky, podnikových financí, finančních trhů a teoretické ekonomie. Při provádění procesu valuace je nutné pracovat nejen s minulými daty, ale také predikovat data budoucí. A právě tato skutečnost představuje velkou překážku, která činí tento proces mnohem komplikovanější. V této diplomové práci hodlá její autor zúročit praktické znalosti získané účastí v soutěži pořádané organizací CFA a také některé poznatky z vlastní investiční praxe.

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu vybrané společnosti a formulovat doporučení pro potenciální investory, kteří by chtěli do dané společnosti investovat. Tento cíl je možné splnit pouze v případě, že budou splněny dílčí cíle této práce. V teoretické části je tímto cílem vypracovat kritickou rešerši o dané problematice. V teoretické části je možné nalézt vysvětlení pojmů, jako je valuace, hodnota, finanční společnost, valuační model apod.

Cílem analytické části je získat vstupní data pro valuační modely, které budou využity v projektové části práce. V analytické části lze nalézt využití například strategické analýzy, fundamentální a technické analýzy a také specifické finanční analýzy. V analytické části budou rovněž predikována budoucí ekonomická data. Tato část je zřejmě nejsložitější a na jejím výsledku závisí úspěšnost celého valuačního procesu. Projektová část se zabývá procesem stanovení hodnoty pomocí vybraných valuačních modelů. Nejprve bude uveden odhad hodnoty podniku a vnitřní ceny akcií, následovaný formulací doporučení pro investory.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Vybrané téma považuji za velmi důležité a aktuální. Problematika procesu valuace podniku, zejména pak bank a finančních společností představuje stále rozvíjející se oblast. Hlavním cílem této diplomové práce je využít aktuální poznatky ze zvolené problematiky a tyto následně využít k odhadu hodnoty vybrané bankovní společnosti. Součástí stanovení hodnoty vybrané společnosti bude také formulace doporučení pro investory. Tento hlavní cíl je spojen s řadou dalších, vedlejších cílů, které reprezentují zvolený postup práce.

- a) Nejprve budou zpracovány teoretické a metodické poznatky z problematiky valuace podniků, a to prostřednictvím kritické literární rešerše.
- b) Získané poznatky z teoretické části práce budou využity v analytické části, konkrétně pak k analýze a predikci ekonomických dat pro vybranou bankovní společnost
- c) Budou navrženy finanční plány dané bankovní společnosti, které budou představovat základ pro projektovou část. Cílem projektové části je provést odhad hodnoty vybraného podniku za pomoci zvolených valuačních metod
- d) Závěrečným cílem je informovat potenciální investory o odhadnuté hodnotě podniku, a to prostřednictvím krátkého reportu, obsahujícího všechny podstatné údaje.

Výše uvedených cílů se budu snažit dosáhnout pomocí následujících vědeckých metod:

Podstatou teoretické části je **syntéza** klíčových poznatků o problematice procesu valuace podniku. V této části se objevují poznatky z ekonomie, podnikových financí, bankovníctví a mnoha dalších oborů. Pomocí syntézy budou tyto poznatky sestaveny v jeden velký celek. V rámci teoretické části práce se budu snažit využít **systemový přístup**, jehož předpokladem je celostní (holistický) pohled na danou problematiku.

V praktické části diplomové práci využiji **metodu analýzy**. Budou zde analyzována minulá ekonomická data. Zároveň je však nutné provést **predikci** budoucích ekonomických dat. Lze říci, že v případě analýzy, zaměřené na jednu bankovní společnost, je možné hovořit o využití **metody případové studie**. Diplomová práce využívá kombinaci metod kvantitativního i kvalitativního výzkumu. Hlavním cílem této diplomové práce je odhad hodnoty dané bankovní společnosti. Tento odhad očekávané hodnoty bude mít ryze subjektivní charakter. Odhad této hodnoty je spojen s **normativním přístupem**. To znamená zjistit, jaká by měla být tato hodnota?). V rámci této diplomové práce využiji ještě **metodu měření**, a to za účelem zjištění, jaké jsou konkrétní a jedinečné vlastnosti daného podnikatelského subjektu a prostředí, ve kterém tento subjekt působí.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 VALUACE A HODNOTA PODNIKU

Společným cílem všech kapitol v teoretické části této diplomové práce je seznámit čtenáře s pojmy, které mají souvislost se zvolenou problematikou. V první kapitole teoretické části si definujeme klíčové pojmy, jako je **valuace, hodnota a podnik**. Systémový přístup k řešení jakékoliv problematiky je charakteristický přítomností pojmové čistoty. Z tohoto důvodu je nutné používané pojmy správně definovat a ozřejmit jejich přesný význam. (Janíček, 2014)

1.1 Valuace aktiv a její podstata

Jedním ze stěžejních pojmů této diplomové práce je pojem **valuace**. Oxfordský výkladový slovník (2010, s. 1707) obecně vysvětluje tento pojem jako profesionální **odhad hodnoty** určité věci, vyjádřený v peněžních jednotkách. Pojem valuace tedy souvisí nikoliv s cenou daného aktiva, ale právě s jeho hodnotou.

Podobně tento pojem chápe také Damodaran (2012, s. 1-3). Upozorňuje především na skutečnost, že podstatou valuace je stanovením hodnoty nikoliv ceny. Předmětem valuace může být jakékoliv aktivum (např. akcie, dluhopis či celý podnik, jako v případě této práce).

Jako každá analytická disciplína, je i valuace obestřena celou řadou mýtů. Nejvýznamnější mýty uvádí ve své publikaci Damodaran (2012, s. 3-7):

- Mýtus 1: Valuace je hledání jediné a objektivní správné hodnoty
- Mýtus 2: Komplexní a důkladná valuace poskytuje přesné výsledky hodnot
- Mýtus 3: Kvantitativní modely poskytují objektivnější výsledky valuace
- Mýtus 4: V prostředí efektivních trhů je valuace bezpředmětná
- Mýtus 5: Spolehlivá valuace je časově a metodologicky náročná

V českém prostředí doposud existuje terminologická nejasnost, způsobená dlouhodobě zažitou terminologií vycházející především ze zákonné regulace. Pojem valuace nelze do českého jazyka přeložit jako oceňování. Zatímco pojem oceňování primárně souvisí se stanovením ceny pro daný, konkrétní účel (např. pro výpočet daňové povinnosti), pojem valuace („ohodnocování“) se ve světové praxi spojuje se stanovením očekávané hodnoty pro účely různých tržních transakcí. Dále je nutné rozlišit dvě ekonomické disciplíny, a to ekonomické oceňování aktiv a teorii ohodnocování podniku. (Krabec, 2009, s. 15-18)

1.2 Využití valuace aktiv

Valuace je užitečná pro široké množství úkolů. Následující podkapitoly přiblíží význam valuace v portfolio managementu, analýze akvizic a v podnikových financích.

1.2.1 Valuace v portfolio managementu

Význam valuace je závislý na investiční filozofii vybraného investora. V případě pasivního investora má valuace zanedbatelný význam. Zcela jiná situace nastává v případě aktivního investora. Pro něj představuje valuace zásadní pojem. Je však nutné dodat, že i mezi samotnými aktivními investory může valuace hrát různé role. Investoři, kteří spoléhají převážně na technickou analýzu (tzv. market timers) budou valuaci využívat mnohem méně než investoři, kteří hodlají držet podíly v dané společnosti po delší období. Pro fundamentální analýzy je tedy valuace nezbytná a její zvládnutí je podmínkou pro jejich úspěšné investiční aktivity. Tato diplomová práce je primárně zaměřena na využití valuace v portfolio managementu. Již zmíněné pojmy, technická a fundamentální analýza (FATA) budou upřesněny v následujících kapitolách. (Damodaran, 2012, s. 6)

Valuace je zaměřena především na fundamentální analýzu. Někteří analytici proto využívají například modely DCF, P/E, P/BV apod. Využíváním těchto přístupů v kombinaci s držetím podhodnocených aktiv v daném portfoliu se zvyšuje šance dosáhnout většího zhodnocení, než jaký je průměrný tržní výnos. (Damodaran, 2012, s. 6-7)

Další podmínkou, která je nezbytná pro úspěšnou valuaci je dokonalé porozumění odvětví, ve kterém analyzovaný podnik působí. Investoři, kteří této oblasti podnikání rozumí, provádějí valuaci s lepšími výsledky. Analýza daného odvětví proto patří do procesu valuace, a proto ji bude v této diplomové práci věnována náležitá pozornost. (tamtéž, 2012)

1.2.2 Valuace v případě akvizic a fúzí

Valuace hraje rovněž důležitou úlohu v analýze akvizic. Tyto analýzy představují základní informační podporu při akvizicích, majetkových transformacích či fúzích společností. Zde se objevují pojmy jako valuace synergií, které souvisí s kombinací hodnoty dvou podniků v případě jejich spojení. Cílem valuace v této oblasti je stanovení takzvané férové ceny. Výsledná hodnota by měla být objektivizovaná, existuje zde riziko ovlivňování analytiků. (Damodaran, 2012, s. 8-9)

1.2.3 Valuace v případě podnikových financí

Hlavním cílem v podnikových financích je maximalizace hodnoty podniku. Tato hodnota má vztah k finančnímu rozhodování a podnikové strategii. Hodnota podniku musí být přesně vymezena. V současné době je možné pozorovat trend, kdy konzultační firmy nabízí ostatním společnostem rady a doporučení, jak zvyšovat hodnotu podniku. Cílem této práce však není zvyšování hodnoty podniku, proto se touto oblastí využití valuace nebudeme dále zabývat. (Damodaran, 2012, s. 9)

1.3 Pojem hodnota a jeho podstata

Výše uvedené řádky několikrát odkazovaly na pojem hodnota (Value). V oblasti financí a pod tímto pojmem rozumíme hodnotu ekonomickou. Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života, a to z neomezenosti lidských potřeb a vzácnosti zdrojů k jejich uspokojení. V praxi se často objevují požadavky na stanovení objektivní hodnoty podniku. Na tomto místě je nutné zdůraznit, že objektivní hodnota podniku neexistuje. Hodnotu podniku je tedy nutné chápat výhradně subjektivně. (Mařík, 2011)

V ekonomii bývá hodnota vysvětlována pomocí dvou teorií. Rakouská škola k jejímu vysvětlení rozděluje ekonomické statky do dvou skupin, a to statky prvního a vyššího řádu. Subjektivní hodnota statků prvního řádu je dána jejich mezním užitekem. Statky vyššího řádu vlastní subjektivní hodnotu nemají, jejich hodnota vzniká imputací (připočítáváním). Podnik je tedy možné chápat jako statek prvního řádu, který má svou subjektivní hodnotu. Další přístup vychází z klasické školy Alfreda Marshalla. Tento přístup je znám jako dualistický. (Rothbard, 2005)

Je důležité rozlišovat dvě kategorie ekonomické hodnoty. Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby představuje jeho užitnou hodnotu. Pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota. Pokud má statek **užitnou hodnotu** a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny. To znamená, že statek má **směnnou hodnotu**. Směnná hodnota představuje výsledek tržního vyjednávání mezi více ekonomickými subjekty. (Mařík, 2011, s. 20; Krabec 2009, s. 115)

Ke směně může dojít pouze za předpokladu, že mezní užitek poptávaného statku přesáhne mezní užitek nabízeného statku. Směna tedy musí být prospěšná pro obě zúčastněná strany. Jinými slovy, pouze směna nižší subjektivní hodnoty za vyšší subjektivní hodnotu může

přispívat k většímu uspokojení potřeb, a proto pouze taková směna může být nazvána směnou ekonomickou. (Rothbard, 2005)

Výhradně subjektivní hodnota podniku tedy závisí na budoucím užítku, která můžeme z držení podniku (či jiného aktiva) očekávat. Subjektivní hodnota podniku je tedy dána očekávanými příjmy převedenými (diskontovanými) na jejich **současnou hodnotu**. V další podkapitole se proto podíváme na tyto nové pojmy. (Mařík, 2011)

1.3.1 Současná a budoucí hodnota

Současnou hodnotu lze dle Hindlse, Hronové a Holmana (2003) chápat jako dnešní hodnotu budoucích peněžních toků bez počáteční (současné investice) za použití diskontních faktorů. Pokud zahrneme do výpočtu počáteční investici, pak hovoříme o takzvané čisté současné hodnotě. Stejní autoři definují budoucí hodnotu jako hodnotu budoucích peněžních toků (bez počáteční investice) k určitému okamžiku v budoucnosti. Pro tuto diplomovou práci je pojem současná hodnota klíčový, proto si jej v následujících řádcích přiblížíme.

Při zjišťování hodnoty aktiva nelze očekávanou řadu budoucích příjmů pouze sečíst. Všechny budoucí příjmy se musí převést na současnou hodnotu. Současností zde uvažujeme okamžik provádění valuace. Převáděné částky mohou mít tři základní podoby: jednotlivá částka, annuita a perpetuita. (Mařík, 2011)

Pavelková a Knápková (2009) k těmto pojmům dále uvádí: Současná hodnota podniku v sobě odráží hodnotu budoucích peněžních toků, které lze z činností podniku očekávat, přepočítanou na jejich současnou hodnotu. Tento přepočet (diskontování peněžních toků) je odrazem zahrnutí úvah o **riziku**, které vlastník nese, a **časové hodnoty** peněz. Ta odráží skutečnost, že hodnotnější koruna je získána dnes než v budoucnu. Problematice faktoru času je věnována další podkapitola. Riziko je předmětem čtvrté kapitoly teoretické části.

1.3.2 Faktor času a úroková míra

Základními principy v celé oblasti financí je riziko a časový faktor ovlivňující hodnotu peněz. Jednou z nejdůležitějších skutečností ovlivňujících vývoj hodnoty peněz (současné i budoucí) je čas. Mluvíme o takzvané časové hodnotě peněz. Základními veličinami, které interaktivně působí na časovou hodnotu peněz je celková suma kapitálu, kapitálové období, a především celková výše úrokové míry. (Nývtová, Marinič, 2010) Tyto veličiny představují základní kameny v celém procesu valuace podniku. Oba tyto faktory představují poté vstup pro stanovení **diskontní míry**.

1.3.3 Diskontní míra

Diskontní míra představuje nástroj, pomocí kterého se zpravidla do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika. Dle Maříka (2011, s. 47) je diskontní míra:

- Míra výnosnosti užívaná pro přepočítání budoucí hodnoty peněžní částky na současnou hodnotu této částky.
- Míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

Damodaran (2012, s. 16) uvádí následující složky, ze kterých se skládá diskontní míra.

- Očekávaná výnosnost (zahrnuje preference a požadavky investora)
- Riziko (vyplývá z nejistoty příjmu budoucích peněžních toků)
- Očekávaná inflace (zvyšuje požadovanou výnosnost)

1.3.4 Faktor rizika

Riziko vyjadřuje stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Tato nejistota pramení z proměnlivého vývoje **makro a mikro prostředí**, ve kterém daný podnik působí. Riziko představuje nedílnou součást podnikání. Čím vyšší je riziko, tím vyšší musí být míra výnosnosti pro investora. (Kislingerová, 2001)

Dle Hindlse, Hronové a Holmana (2003), lze riziko klasifikovat z různých hledisek. Podstatou základního rozdělení je identifikace rizik do dvou kategorií a to:

- Riziko tržní, systematické
- Riziko specifické, nesystematické

Tyto dvě kategorie dohromady tvoří celkové riziko. Za systematická rizika je možné považovat rizika **politická, makroekonomická a spekulativní**. Tržní riziko se měří pomocí koeficientu Beta, který udává citlivost investice vůči trhu. Beta nabývá hodnot od 0 do 1. Velikost bety je možné určit mnoha způsoby. (Kislingerová, 2001) Konkrétní relevantní odhady bety pro valuaci vybrané finanční společnosti budou uvedeny v kapitole 3.

Za nesystematická rizika je pak možné považovat rizika **podnikatelská, finanční, managementu či nelikvidity**. Při provádění valuace určitého podniku je i tato rizika nutné identifikovat a analyzovat jejich možné dopady. (Kislingerová, 2001)

Jednou z metod, prostřednictvím které je riziko promítnuto do procesu valuace představují takzvané požadované výnosové míry. Tato metoda se skládá z následujících složek: reálné výnosové míra, očekávané inflace a prémii za riziko. (Mařík, 2011)

Analýza systematických rizik bude uvedena v praktické části, a to jako součást fundamentální analýzy. Uvedená nesystematická rizika budou analyzována v rámci takzvané CAMELS analýzy, která představuje spojuje analýzu rizik s finanční analýzou.

Riziko v procesu valuace

V rámci valuace podniku chápeme riziko také jako míru nepřesnosti, která je spojena s predikovaním budoucích výsledků hospodaření daného podniku (sestavením finančních plánů). Jinými slovy, existuje zde určitá pravděpodobnost, že odhadnutá hodnota v rámci valuace bude výrazně nepřesná. Výsledné hodnoty jsou velmi citlivé na vstupní predikovaná data. Touto problematikou se zabývá následující podkapitola a také podkapitola 1.7 a také kapitola 3. (Damodaran, 2012, Gladiš, 2015)

1.3.5 Predikce budoucích hodnot

Při pohledu na valuační modely a jejich vzorce lze nabýt dojmu, že stanovení hodnoty lze docílit snadno, a to dosazením dat do těchto elegantních vzorců. Stačí odhadnout budoucí toky hotovosti v jednotlivých letech a s využitím konceptu již zmíněné současné hodnoty se vypočte jejich subjektivní současná hodnota. Je zde však zásadní překážka, která spočívá právě v nutnosti **predikovat** tyto budoucí peněžní toky. Existuje řada sofistikovaných matematicko-statistických modelů, které lze využít k predikování těchto hodnot. (Gladiš, 2015)

Predikce jakýchkoliv budoucích hodnot je velmi citlivá na nastavení počátečních parametrů. Jinými slovy, je zde přítomný takzvaný motýlí efekt. Tento jev prakticky znemožňuje provádět dlouhodobé predikce budoucích hodnot. (Sadil, 2016)

Přístup k predikování budoucích hodnot bude součástí druhé kapitoly, kde budou představeny nástroje k analýze a řízení rizik, a to při provádění valuace podniku. V této diplomové práci bude prakticky představen tzv. **ROE model**.

1.4 Přístupy k valuaci podniku

V návaznosti na pojem hodnota lze říci, že je možné rozlišit několik základních kategorií hodnoty podniku. Tyto kategorie vyplývají z otázek: a) Jaké je tržní ocenění? b) Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího? c) jaké hodnota je nejméně sporná? Na

základě těchto otázek byly definovány čtyři základní přístupy k valuaci podniku, které se používají v praxi. (Mařík, 2011, s. 21; Krabec, 2009, s. 111-154)

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Funkcionální koncepce (tzv. Kolínská škola)

Tyto koncepce budou podrobněji popsány v následujících podkapitolách.

1.4.1 Tržní hodnota

První přístup k valuaci podniku se provádí stanovením takzvané tržní hodnoty. Dle Kahra a Thomsetta (2005) rozumíme pod tímto pojmem současnou hodnotu určitého aktiva na trhu, v případě jeho okamžitého prodeje. Webové stránky indexu NASDAQ (2017) uvádí tuto definici: Tržní hodnotou rozumíme cenu, za kterou je možné dané aktivum, na daném trhu, prodat či nakoupit. Jedná se o odhad investorů, proto v této souvislosti není možné hovořit o objektivní hodnotě. Tržní hodnotu je tedy nutné chápat ryze subjektivně. To ostatně potvrzuje také Mařík (2011), který uvádí: Stanovením tržní hodnoty zodpovídáme na zásadní otázku: *Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu?*

Na tržní hodnotu je možné dívat se jako na výsledek interakce nabídky a poptávky po daném aktivu. Tržní hodnota by poté měla být odhadem rovnovážné ceny. Zde je ovšem nutné blíže specifikovat charakter daného trhu. Rovnovážná cena je jinak determinována v případě fungujícího trhu, respektive nefungujícího (např. monopolního). (Varian, 1995)

1.4.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Řada teoretiků se přiklání k názoru, že na hodnotu podniku je nutné nahlížet jako na jedinečný jev. Na otázku, jaká je hodnota podniku, nelze odpovědět že je dána cenou trhu. Takto pojatá hodnota odpovídá na následující otázku. Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. (Mařík, 2011)

Mařík (2011, s. 26-27) dále uvádí: Mezinárodní oceňovací standardy označují subjektivní hodnotu jako investiční hodnotu. Investiční hodnota je popsána jako hodnota majetku pro konkrétního investora a jeho stanovené investiční cíle. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Investiční hodnota by tedy neměla být zaměňována s tržní hodnotou investičního majetku.

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou dle Maříka (2011) následující:

- Budoucí peněžní toky jsou odhadovány na základě představ manažerů (či investorů).
- Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má daný investor k dispozici.

Pokud oceňovatel odhaduje budoucí peněžní toky z finančních plánů, aniž by byla testována jejich přiměřenost, pak není oprávněn označit takové ocenění za tržní hodnotu. (tamtéž)

V praktické části této práce bude cílem stanovit subjektivní (investiční) hodnotu vybraného bankovního podniku. Tato cena bude odhadnuta za účel možnosti investice do akcií této společnosti.

1.4.3 Objektivizovaná hodnota

Mařík (2011, s. 28) uvádí: Objektivizovaná hodnota je odpovědí na otázku: Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou? Zde je nutné upozornit, že pojem objektivizovaná hodnota nelze zaměňovat za pojem objektivní hodnota. Objektivizovaná hodnota je založena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu jsou dodržována jistá pravidla.

Krabec (2009) definuje objektivizovanou hodnotu jako hodnotu podniku, která je oproštěna od zájmů a vlivu všech zájemců ocenění. Jinými slovy, odborníci se snaží odhadnout hodnotu, která se nejvíce přibližuje obecně přijatelné hodnotě. Nepředstavuje hledání jediné objektivní hodnoty, snaží se pouze o odhad obecně přijatelné hodnoty. Autor diplomové práce se domnívá, že tuto hodnotu je možné považovat stále za subjektivní. Toto tvrzení lze podložit již zmíněnou praktickou nemožností existence objektivní hodnoty.

1.4.4 Funkcionální koncepce

Funkcionální koncepce (bývá označována jako Kolínská škola) má svůj původ v NSR. Za reálné východisko pro stanovení hodnoty podniku je považováno již zmíněné subjektivní hledisko. (tj. porovnávání směnné a užitné hodnoty u každého z účastníků trhu) Na tomto přístupu je funkcionální koncepce založena. Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Tato koncepce rozeznává několik základních funkcí stanovení hodnoty a tím i funkci hodnotitele. (Mařík, 2011, Krabec, 2009)

- Funkci poradenskou
- Funkci rozhodčí

- Funkci argumentační
- Funkci komunikační
- Funkci daňovou

1.5 Podnik jako předmět valuace

1.5.1 Definice podniku

V této podkapitole si definujeme pojem podnik. Wöhe a Kislingerová (2007) pod tímto pojmem rozumí plánovaně organizovanou hospodářskou jednotku, ve které jsou výrobní faktory kombinovány tak, aby bylo vyrobeno a prodáno zboží a služby. Podobně chápe tento pojem Synek a Kislingerová (2015). Definují jej jako tržní subjekt, zpravidla zakládaný a provozovaný za účelem dosahování zisku, resp. maximalizace hodnoty majetku.

Mařík (2011, s. 15) definuje pojem podnik jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Podnik dále můžeme označit jako vzácné aktivum s určitou subjektivní užitnou a směnnou hodnotou.

Krabec (2009, s. 17) dále uvádí: Podnik bývá nejčastěji předmětem valuace. Aktuální pojetí v oblasti praktické valuace je pojetí podniku na principech going concern a stand alone basis. Podnik je pro účely valuačních analýz nutno zpravidla chápat jako věc hromadnou, která se vyznačuje přítomností goodwillu, zvyšujícího hodnotu funkčního celku.

Předmětem valuace je v této diplomové práci bankovní podnik. Podrobnější popis, včetně charakteristiky tohoto typu podniku lze nalézt ve třetí kapitole teoretické části práce.

1.5.2 Terminologie v oblasti valuace podniku

Problémy s nejednoznačnou terminologií se objevují i v této oblasti. Jde především o zaměňování pojmů podnik, firma či společnost. Zatímco pojem podnik jsme si již definovali, nyní je nutné vyjasnit zbývající pojmy. Pojem firma je v oblasti ekonomické teorie používán jako zastřešující pro podnik nebo společnost. V této práci se nebudeme zabývat významem slova firma z pohledu zákona o obchodních korporacích. Právní definice podniku zde není podstatná.

V praxi je nutné odlišit hodnotu firmy chápanou jako hodnotu podniku, jako tržní kapitalizaci jednotlivých akcií, nebo naopak hodnotu firmy ve smyslu hodnoty samotné obchodní značky. (Krabec, 2009, s. 15-17)

V této práci nebude dále používán pojem firma, a to z důvodu terminologické nejasnosti. Význam slova firma je v právním prostředí odlišný od významu tohoto slova v ekonomickém pojetí. Pojmy podnik a společnost budou pro zjednodušení považovány za ekvivalentní, a to v již výše uvedeném významu slova podnik.

1.6 Fundamentálně tržní valuace podniku

Tato podkapitola přiblíží vybranou kategorii valuace, která je pro tuto práci relevantní a představí všechny její dílčí kroky. Tyto kroky budou postupně podrobněji představeny.

1.6.1 Podstata fundamentálně tržní valuace

Pojem **valuace** byl již vysvětlen v předchozích podkapitolách. Pojem **fundamentálně tržní valuace** představuje pracovní označení pro valuaci podniku z převážně vnějšího pohledu (tj. prakticky bez znalosti interních informací) a to za účelem získání informací, které budou nápomocné k provedení investičního rozhodnutí. Tento pojem není přímo explicitně uváděn v odborné literatuře, avšak lze se s ním setkat v investorské praxi. Autoři jako Damodaran (2012) nebo Mařík (2011) však doporučují využívat vždy více přístupů k valuaci, případně aplikovat více valuačních modelů. Fundamentálně tržní valuace je využívána akciovými investory, portfolio manažery a také například manažery hedžových fondů.

V případě fundamentálně tržní valuace je prvotní účel valuace zřejmý. Naším cílem je stanovit hodnotu podniku, respektive hodnotu jeho akcií a poté, na základě dosažených výsledků, formulovat doporučení pro investory, zdali do dané akcie investovat, zdali danou akcii držet dále ve svém portfoliu, případně akcii prodat, respektive prodat na prázdno.

1.6.2 Obecné zásady v procesu valuace

Mařík (2011) a Kislíngerová (2001) uvádějí, že postup při stanovení hodnoty je nutné modifikovat dle konkrétních podmínek, především dle konkrétního podnětu k jeho provedení. Dále je nutné zohlednit kategorii zjišťované hodnoty, zvolené metody a dostupnost dat. Postup, který je uvedený v dalších podkapitolách, reflektuje právě tyto skutečnosti. Je nutné dodat, že neexistuje žádný univerzálně platný návod, jak provádět valuaci daného podniku.

Obecný postup při valuaci podniku je možné shrnout v následujících krocích:

1) Sběr vstupních dat

V procesu stanovení hodnoty společnosti hrají vstupní data důležitou roli. Je nutné vybraný podnik správně identifikovat, dále je nutné získat relevantní ekonomická data, mezi které, dle Maříka (2011, s. 53) patří:

- základní informace o společnosti
- účetní výkazy
- výroční zprávy
- zprávy o auditu
- informace o relevantním trhu
- informace o konkurenční struktuře relevantního trhu

Mezi tyto požadavky lze také zařadit informace o odbytu a marketingu, dále informace o pracovnících a různé interní informace. V případě fundamentálního oceňování ale tyto zmíněné informace není nutné získat. Vzhledem k převážně internímu charakteru těchto informací to není, ve většině případů, ani možné. (tamtéž, 2011)

Vhodným zdrojem dat pro fundamentální valuaci podniku jsou burzovní webové stránky, webové stránky dané společnosti, obchodní rejstřík, český (resp. evropský) statistický úřad a v případě analýzy společnosti působící na bankovním trhu také informace od České národní banky a databáze informačních agentur (např. Thomson Reuters).

2) Analýza dat

Pokud již jsou všechna potřebná data shromážděna, je nutné tyto data analyzovat. Tento krok v sobě zahrnuje následující postupy: **strategickou analýzu**, **finanční analýzu**, **FATA analýzu** (tj. technickou a fundamentální analýzu) a **analýzu rizika**. (Mařík, 2011, Damodaran, 2012, Gladiš, 2015) Všechny tyto postupy jsou podrobněji představeny ve druhé kapitole.

3) Predikce dat – (finanční plánování)

V předchozím kroku je nutné analyzovat minulá a současná data. Proces valuace ovšem vyžaduje také predikování budoucích dat. Existuje celá řada metod, jak mohou být budoucí data predikována. Tento krok je obecně velmi obtížný, neboť výsledek valuace závisí na přesnosti predikovaných dat. (Gladiš, 2015) Stejně jako v předchozím odstavci, i zde platí, že tyto postupy jsou předmětem druhé kapitoly teoretické části.

4) Stanovení hodnoty podniku pomocí valuačních modelů

V posledním fázi se provádí samotný odhad hodnoty. Nejprve je nutné zvolit vybraný valuační model, případně využít více valuačních modelů. Před započítáním této fáze je nutné mít

všechna minulá a budoucí ekonomická data. Teprve poté je možné provést odhad hodnoty. Valuační modely budou specifikovány v následující podkapitole a prakticky budou představeny a využity v projektové části této diplomové práce. (Damodaran, 2012)



Obrázek 1 – Proces valuace podniku – obecný postup (vlastní zpracování dle Kislingerové, 2001)

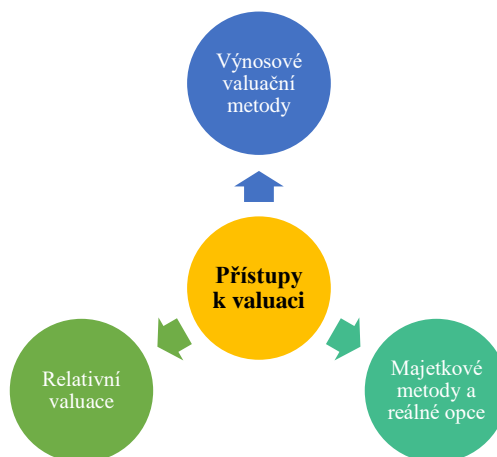
1.7 Odhad hodnoty podniku – obecný úvod

1.7.1 Metody valuace podniku

Obecně se rozlišují tři základní metody (resp. přístupy) k provádění valuace podniku. První přístup představuje využití **výnosových metod valuace podniku**. Podstatou tohoto přístupu je převod očekávaných budoucích cash flow na současnou hodnotu. K tomuto účelu byla sestavena celá řada takzvaných výnosových valuačních modelů, např. DCF model (viz podkapitola 1.7.2). (Damodaran, 2012, Mařík, 2011)

Druhý přístup, **relativní valuace**, se zabývá odhadem ceny aktiva využitím porovnáním s jiným aktivem podobného charakteru. Relativní valuaci je věnována kapitola 1.7.4. Třetí přístup pak využívá **majetkových metod** v kombinaci s využitím reálných opcí. (Damodaran, 2012) Tento přístup nebude v této diplomové práci dále uvažován, a to z důvodu požadavku na interní informace o daném podniku.

V praxi se doporučuje využít více přístupů k valuaci podniku a na základě získaných dílčích výsledků stanovit průměrný odhad hodnoty aktiva. Tento přístup lze označit jako **kombinovaný**. (Mařík, 2011)



Obrázek 2 – Přístupy k valuaci podniku, (vlastní zpracování dle Damodarana, 2012)

1.7.2 Podstata výnosových valuačních modelů

Podstatou valuačních modelů je přispět k nalezení vnitřní (subjektivní) hodnoty daného aktiva. Zopakujme, že není možné zaměňovat hodnotu aktiva za jeho cenu. Jsou to zcela dvě odlišné veličiny. Je nutné vzít na vědomí, že vnitřní hodnotu aktiva nelze nikdy stanovit přesně. Existuje více metod, jak můžeme vnitřní hodnotu aktiva odhadnout. (Gladiš, 2015)

V procesu valuace podniku je nutné věnovat maximální pečlivost při výběru a aplikaci relevantního **valuačního modelu**. Na tomto výběru závisí celý výsledek valuace, což je stanovení hodnoty dané společností. Existuje totiž zásadní rozdíl v přístupu k valuaci například u finančních společností, výrobních společností, začínajících podniků, případně podniků se záporným či abnormálním ziskem. (Damodaran, 2005)

Dle Maříka (2011), můžeme mezi výnosové valuační modely zařadit:

- **Modely diskontovaných peněžních toků (DCF)**
- Model kapitalizovaných čistých výnosů
- Model založený na koncepci ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Kombinované modely

V následující podkapitole si představíme některé varianty modelu diskontovaných peněžních toků, jejich konstrukci a možné využití a také jejich slabé stránky.

1.7.3 Modely diskontovaných peněžních toků (DCF)

V současné době představují modely diskontovaných cash flow (dále označované jako DCF) nejvíce využívané valuační modely. Podstatou stanovení hodnoty podniku, pomocí těchto

modelů, je předpoklad, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty očekávaných budoucích peněžních toků. (Damodaran, 2005)

Existuje celá řada variant DCF modelů, které se v praxi využívají. Mařík (2011, s. 165) rozlišuje následující varianty metod DCF modelů, přičemž dodává, že základní variantu představuje metoda DCF Entity, jehož podstatou je odhad hodnoty podniku jako celku.

- DCF Entity metoda
- DCF Equity metoda
- APV metoda

Podstatou DCF Equity metody je stanovení hodnoty podniku, a to na základě peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. APV metoda pak uvažuje upravenou současnou hodnotu. Další rozdíl mezi těmito metodami spočívá v odhadu diskontní míry. Diskontní míra představuje klíčový parametr pro výnosové valuační modely. V případě metody DCF Entity se za diskontní míru dosazují WACC, v případě DCF Equity to bývají pouze náklady na vlastní kapitál. Pro metodu APV zde platí stejná zásada jako pro metodu DCF Entity. (Damodaran, 2005, 2012)

Dále se výnosové valuační modely rozlišují dle počtu jejich fází. Zde rozlišujeme modely jednofázové (pro konstantní růst), dvoufázové (predikované období a konečné období) a trojfázové (predikované období, přechodné období a konečné období). Rozdíly mezi těmito variantami spočívají v použitém vzorci pro odhad hodnoty a ve způsobu predikování dat.

Vzorec a postup při odhadu hodnoty, pomocí DCF modelů, je na první pohled velmi elegantní. Jeho podstatou je odhad budoucích toků hotovosti v jednotlivých letech a jejich následný přepočítání na současnou hodnotu. Vzorec modelu DCF je uveden níže. (Gladiš, 2015)

$$DCF = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Při letním pohledu na výše uvedený vzorec je zřejmé, jaké jsou obecné nedostatky DCF modelů. Je možné identifikovat čtyři základní slabá místa těchto modelů. (Gladiš, 2015)

1. Vyžaduje data z daleké budoucnosti
2. Výsledná hodnota závisí na datech, které je zpravidla nutné predikovat
3. DCF metoda je velmi citlivá na diskontní sazbu
4. DCF metoda je nepoužitelná pro volatilní typy podnikání

Je nutné brát tato slabá místa v potaz a vymezit si pravidla pro využívání tohoto valuačního modelu. Gladiš (2015) uvádí tato základní pravidla:

- Zkrátit dobu pohledu do budoucnosti
- Nepoužívat explicitně diskontní sazbu
- Zaměřit se jen na typy společností, které jsou relativně dobře předvídatelné

Na základě těchto pravidel je již možné provádět valuaci vybraného podniku a využít tak DCF model. Avšak je nutné znát také charakter daného podniku. Jak již bylo řečeno, existuje výrazný rozdíl mezi valuací běžné výrobní společnosti a společností působící na finančním trhu. K této problematice se ještě vrátíme, a to v kapitole 3, kde bude nastíněna možnost využití výnosových valuačních modelů právě pro valuaci finančních společností.

Existuje celá řada variant budoucích peněžních toků. Zde můžeme zařadit například volné cash flow nebo dividendy. Tyto peněžní toky představují vstup do DCF modelů. S ohledem na využitý peněžní tok, rozlišujeme tyto varianty DCF modelů: modely FCF (budoucí volné cash flow pro vlastníky) a modely DDM (které uvažují budoucí vyplacené dividendy). Následující odstavce přiblíží specifikta těchto modelů. (Damodaran, 2012)

1. Modely FCF

V případě modelů FCF se pracuje s odhadovanými volnými peněžními toky. Je však nutné rozlišit, zdali se jedná o volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, případně pouze pro vlastníky. Tato skutečnost se následně projeví ve stanovení diskontní míry. Pro stanovení volných peněžních toků je nutné mít predikovaná budoucí data a následně, pomocí úprav, převést dosažený zisk v daném období na volné peněžní toky. Kompletní postup uvádějí například Mařík (2011), Kislingerová (2001) nebo také Damodaran (2012).

2. Modely DDM

Dividendové diskontní modely představují zvláštní případ modelu DCF. Tyto modely patří k hojně využívaným. Abychom mohli tento model využít k valuaci dané společnosti, musí být splněny některé předpoklady. Tyto základní předpoklady uvádí Kislingerová (2001) v souladu s Damodarem (2005)

- Podnik má zaručenou dividendovou politiku a stabilně očekávaný výplatní poměr
- V podniku existuje vysoká míra závislosti mezi úrovní dividendy a volným PT
- Podnik se vyznačuje ustálenou strukturou financování

1.7.4 Relativní valuace podniku

Podstatou relativní valuace podniku je využití takzvaných tržních metod k odhadu hodnoty daného podniku a následném odvození (tržní) hodnoty aktiv nebo kapitálu společností z dostupných srovnatelných aktiv. Metodologie relativní valuace je standardizována tím, že pro vlastní vyjádření hodnoty podniku jsou využívány společné proměnné, kterými mohou být například zisk, peněžní toky, účetní hodnota, tržby apod. Tyto proměnné se souhrnně nazývají vztahové veličiny. (Kislingerová, 2001)

Relativní valuace představuje velmi užitečný nástroj, avšak při jeho praktické aplikaci je nutné mít na paměti některé jeho slabé stránky. K těmto slabým stránkám patří citlivost na aplikované účetní metody a nutnost mít kvalitní a dostupná tržní data. (Damodaran, 2012)

Ukazatele relativní valuace

Pokud se relativní valuace podniku ukáže jako vhodná, je nejprve nutné, definovat příslušné ukazatele, které budou využity pro odhad hodnoty. V praxi se nejčastěji využívají čtyři ukazatele, jejichž výčet uvádí například Pandey (2012). Dle tohoto autora, patří do této skupiny následující ukazatele: **a) P/E, b) P/EBIT, c) P/CF, d) P/BV.**

První ze zmíněných ukazatelů (P/E) nám vyjadřuje poměr ceny a zisku na akcii. Ukazatel informuje investora jednak o počtu let, za kolik se jeho investice vrátí a také vyjadřuje převrácenou hodnotu rentability dané investice. Druhý ukazatel (P/EBIT) vyjadřuje poměr ceny k výsledku hospodaření před zdaněním. Tento ukazatel je vhodné využít pro srovnání společností které buďto vykázaly ztrátu, odlišují se kapitálovou strukturou a také pro podniky působící ve finančním (resp. bankovním) sektoru. Třetí ukazatel (P/CF) odstraňuje nedostatky ukazatele P/E, které se týkají především využívání různých účetních metod v podnikové praxi. Poslední ukazatel (P/BV) je znovu velmi vhodný pro podniky působící ve finanční sféře, kde jsou si účetní a tržní hodnota velmi blízké. Tento ukazatel bude využit v praktické části této diplomové práce. (Kislingerová, 2001, Pandey, 2012)

Závěrem ještě uvedeme poznámku k výběr srovnatelných podniků. Výběrový soubor by měl obsahovat 6-8 podniků. Podniky by měly být srovnatelné z hlediska předmětu podnikání, velikosti, historie a kapitálové struktury. Informace o těchto podnicích lze nalézt například na burzovních stránkách. Dostupnost dostatečného množství kvalitních dat je v našich podmínkách stále problematické. Metody relativní valuace jsou více použitelné například pro srovnání podniků v USA či v zemích západní Evropy. (Kislingerová, 2001)

2 ANALÝZA A PREDIKCE DAT

Před provedením valuace je nutné **shromáždit, analyzovat a predikovat** relevantní ekonomická data. Sběr dat byl již ozřejměn v přechozí kapitole. Podívejme se nyní na postupy, využívané při analýze dat. K provádění analýzy, respektive predikce dat, je bezpodmínečně nutné porozumět účetním výkazům, které představují základní zdroj těchto dat.

2.1 Porozumění účetním výkazům

Účetní výkazy představují základní zdroj fundamentálních informací pro většinu investorů a analytiků. Účetní výkazy nám poskytují odpovědi na následující otázky (Damodaran, 2012, s. 27):

- Jak ocenitelné jsou aktiva podniku. Každá společnost má různou strukturu dlouhodobých a krátkodobých aktiv. Záleží na typu podniku a odvětví, ve kterém tento podnik působí
- Jaké je krytí těchto aktiv. Používá podnik k financování vlastní nebo cizí kapitál. Jaká je jeho kapitálová struktura?
- Jaká je výnosnost a rizikovost aktiv vybrané společnosti?

2.1.1 Účetní výkazy dle IAS/IFRS

Všechny veřejně obchodovatelné společnosti mají skupiny lidí, kteří jsou na nich zainteresováni. Jsou to například akcionáři, držitelé obligací, banky či zaměstnanci. Všechny tyto skupiny potřebují sledovat firmu a ujistit se, že bude o jejich zájmy postaráno. K zjištění těchto informací využívají firemní účetní výkazy. (Brealey, Myers, Allen, 2014) Základní typy účetních výkazů budou představeny v následujících kapitolách.

Přestože se účetní na celém světě snaží podobu účetních výkazů sjednotit, stále ještě existují ve výkazech jednotlivých zemí určité rozdíly. Veřejně obchodovatelné společnosti zpravidla musí své výkazy zveřejňovat v souladu s mezinárodními pravidly účetního výkaznictví. Účetní výkazy, využití v této diplomové práci, proto budou také vycházet z pravidel IFRS. (Brealey, Myers, Allen, 2014)

Pravidla IAS/IFRS vydává mezinárodní účetní komise se sídlem v Londýně. Účetní výkazy dle IFRS jsou charakteristické zájmem o ochranu akcionářů. Z tohoto důvodu je vhodné při valuaci v portfolio managementu tyto výkazy použít jako vstupní data pro další analýzy. (Wöhe a Kislingerová, 2007)

Účetní výkazy dle IFRS jsou velmi stručné, uvádějí pouze významné položky. Každá položka výkazu je označena odkazem na přílohu, kde jsou podrobněji vysvětleny a okomentovány informace z primárních výkazů. Účetní výkazy musí obsahovat název výkazu, název společnosti s identifikací že se jedná o individuální či konsolidovaný výkaz, datum sestavení, měnu a míru přesnosti. (Paseková, Strouhal, 2010)

2.1.1.1 Rozvaha

Základními prvky rozvahy jsou aktiva, závazky a vlastní kapitál. Rozvaha (Balance Sheet) byla dle IFRS standardů přejmenována na výkaz o finanční situaci. Společnost v tomto výkazu rozlišuje krátkodobá a dlouhodobá aktiva a závazky. Je také možná prezentace aktiv a závazků dle likvidity. IFRS nestanovují povinný formát rozvahy. Standart IAS 1 obsahuje seznam minimálních informací, které musí být zveřejněny přímo v rozvaze. Společnosti mohou použít horizontální nebo vertikální formu rozvahy. (Paseková, Strouhal, 2010)

2.1.1.2 Výkaz zisku a ztrát

Základními prvky tohoto odvozeného výkazu, nazývaného také jako výkaz o úplném výsledku, jsou výnosy a náklady, které jsou definovány v Koncepčním rámci pravidel IFRS. Úplný výsledek hospodaření zahrnuje veškeré položky nákladů a výnosů, které byly vykázány v daném účetním období a položky ostatního úplného výsledku hospodaření. Společnost může tento výkaz prezentovat v takzvané plné verzi, případně jako dva samostatné výkazy. Výkaz o úplném výsledku může být sestaven ve dvou formátech, a to druhovém a účelovém. (Paseková, Strouhal, 2010)

2.1.1.3 Výkaz o peněžních tocích

Výkaz o peněžních je dle IFRS řešen v samostatném standardu. Na rozdíl od českých účetních standardů je tento výkaz povinný. Tento výkaz umožňuje uživatelům účetní závěrky získat přehled o zdrojích peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů a jejich využití. IFRS preferuje použití přímé metody sestavení tohoto výkazu. Peněžní toky jsou rozčleněny do tří oblastí: provozní, z financování a investiční. (Paseková, Strouhal, 2010)

2.1.1.4 Příloha k účetní závěrce

Příloha k účetní závěrce dle IFRS je velmi obsáhlá a podrobná. Předkládá informace o tom, dle jakých standardů byly účetní výkazy připraveny, a informace o specifických účetních pravidlech pro podstatné transakce a události. Zveřejňuje informace požadované IFRS, které

nejdou uvedeny jinde v účetních výkazech a poskytuje dodatečné informace nutné pro věrné zobrazení. (Paseková, Strouhal, 2010)

2.2 Strategická analýza

Následující podkapitola podrobněji představí strategickou analýzu, která představuje klíčovou fázi valuačního procesu. Proto je nutné, věnovat jí náležitou pozornost.

2.2.1 Podstata strategické analýzy

Hlavním cílem strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál podniku, který je předmětem valuace. Celkový výnosový potenciál je možné rozčlenit na vnější a vnitřní výnosový potenciál. Vnější potenciál lze kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém daný podnik působí. Naproti tomu vnitřní potenciál nám odhalí, jaké jsou silné a slabé stránky daného podniku. Zde se využívá celá řada nástrojů, například SWOT analýza (viz podkapitola 2.2.6.). Hlavním cílem je v tomto případě zjistit, zdali má podnik nějakou konkurenční výhodu. (Mařík, 2011)

2.2.2 Účel strategické analýzy

Strategická analýza představuje velmi důležitý předpoklad věrohodnosti výsledného ocenění. Vypracovává se za účelem zjištění odpovědí, na tyto otázky: (Kislingerová, 2001)

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký lze očekávat vývoj trhu, konkurence, a především tržeb podniku?
- Jaká rizika jsou s daným podnikem spojena?

Odpověď na tyto otázky lze získat zpracováním strategické analýzy, která je doplněná o finanční analýzu, fundamentální a technickou analýzu a predikci budoucích ekonomických dat. Není však možné stanovit univerzální postup zpracování strategické analýzy. Existuje celá řada nástrojů, které jsou součástí strategické analýzy. Tyto nástroje slouží k **analýze makroprostředí** a **analýze mikroprostředí**, které je možné pro daný podnik identifikovat.

2.2.3 Analýza makroprostředí

Vývoj makroprostředí, ve kterém daný podnik působí má podstatný vliv na jeho výkonnost. Je nutné sledovat vývoj makroekonomických ukazatelů: (HDP, inflace, nezaměstnanost, vývoj platební bilance) dále pak aktuální monetární (úrokové sazby) a fiskální politiku (daně) daného státu. (Baresa, Sinisa a Ivanovic, 2013)

V rámci analýzy makroprostředí lze hodnotit také vývoj akciových indexů, například pomocí technické analýzy. Analýzu makroprostředí lze považovat za součást takzvané FATA analýzy. Tento typ analýzy bude vysvětlen v následující podkapitole.

2.2.4 Analýza mikroprostředí

Kislingerová (2001, s. 32) uvádí, že analýza mikroprostředí spočívá ve vymezení dvou základních okruhů problémů, a to: (1) **identifikaci odvětví** a (2) **prognóze vývoje odvětví**.

- **Identifikace odvětví**

Prislušnost daného podniku k odvětví je velmi důležitá. Je proto nutné identifikovat charakteristiky daného odvětví. Rozlišujeme tři typy odvětví: cyklické, anticyklické a neutrální. Druhou podstatnou charakteristikou pro odvětví je způsob vládní regulace. V případě bankovních společností existuje regulace ze strany centrální banky (viz kapitola 3). Třetím charakteristikou je zde struktura odvětví. Na strukturu odvětví působí pět dynamických faktorů, které zahrnuje takzvaný **Porterův model pěti sil** (viz podkapitola 2.2.5). (Kislingerová, 2001)

- **Prognóza vývoje odvětví**

Východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj, který se soustřeďuje na porovnání minulého vývojem tržeb, zisků a cen akcií. Při prognózování je nutné stanovit délku období a správně stanovit ziskovou volatilitu. Doporučuje se využívat prognózy odvětví, zpracované profesionály v bankovních a investičních společnostech. (Kislingerová, 2001)

2.2.5 Porterův model pěti sil

V rámci tohoto modelu se hodnotí tyto čtyři faktory, které společně determinují pátý faktor, kterým je konkurence mezi stávajícími podniky v odvětví. Čtyři zmíněné faktory jsou uvedeny níže. (Porter, 1993) Porterův model bude prakticky využit v analytické části této práce.

- Dohadovací schopnost dodavatelů
- Hrozba vstupu nových konkurentů
- Dohadovací schopnost odběratelů
- Hrozba náhradních substitutů

Porterův model pěti sil lze využít k analýze mikroprostředí. Tento model napomáhá k odhalení vnitřního výnosového potenciálu podniku. V procesu valuace je však také možné, využít

tento model jako nástroj pro stanovení takzvané kvalitativní bety. Kvalitativní beta je koeficient, který charakterizuje tržní riziko daného aktiva, vypočítaný na základě Porterova modelu pěti sil. (Fernandez, 2009)

2.2.6 SWOT analýza

SWOT analýza je zaměřena na klíčové faktory ovlivňující strategické postavení podniku. Cílem je identifikovat silné a slabé stránky daného podniku a také identifikovat příležitosti a rizika spojená s jeho podnikáním. Relevantní informace lze získat například komparací s významnými konkurenty daného podniku. SWOT analýza bude rovněž použita v analytické části práce. (Hindls, Hronová a Holman, 2003)

2.3 FATA analýza

FATA analýza představuje komplexní přístup k analýze vybraného podniku. Tato analýza je založená na kombinaci takzvané **fundamentální** a **technické analýzy**. (Král, 2007)

Jak již bylo naznačeno výše, FATA analýza se vzájemně překrývá jak se **strategickou** (analýza makro a mikro prostředí), tak i s **finanční** analýzou. V této diplomové práci bude kladen důraz na fundamentální analýzu. Budou zde také použity i některé metody, vycházející z technické analýzy.

2.3.1 Fundamentální analýza

Základem fundamentální analýzy je analýza všech významných fundamentálních faktorů, majících přímý vliv na dané aktivum. V praxi se rozlišují tři úrovně fundamentální analýzy: **makroekonomická analýza**, **odvětvová (sektorová) analýza**, a **mikroekonomická analýza** na podnikové úrovni. Součástí fundamentální analýzy je také analýza politických a spekulativních rizik. (Král, 2007)

Základním úkolem fundamentální analýzy v případě valuace je odhadnutá hodnota firmy, která souvisí s jejími finančními charakteristikami, mezi které patří růstové vyhlídky, riziko a peněžní toky. Odchyly od této hodnoty znamenají podhodnocení či nadhodnocení dané společnosti. (Damodaran, 2012)

Makroekonomická úroveň zahrnuje analýzu makroekonomických ukazatelů, které již byly zmíněny v kapitole věnované strategické analýze. Odvětvová úroveň je prakticky totožná

s analýzou mikroprostředí daného podniku. Mikroekonomická úroveň fundamentální analýzy zahrnuje **charakteristiku dané společnosti a finanční analýzu**. Tyto dvě složky budou přiblíženy v kapitole 3. V rámci mikroekonomické úrovně se dále hodnotí: (Král, 2007)

- Počet akcií podniku a vývoj jejich cen na burze (kombinace s technickou analýzou)
- Struktura a profesní zkušenosti managementu podniku
- Dividendová politika a vlastnická struktura akcionářů
- Dostupnost kvalitních informací

První z výše uvedených parametrů bude představen v analytické části. Predikce vývoje cen akcií daného podniku bude provedena na základě takzvaných Elliottových vln. Podstata tohoto nástroje, včetně obecné charakteristiky technické analýzy je předmětem další podkapitoly. Ostatní parametry budou analyzovány v rámci strategické a CAMELS analýzy.

2.3.2 Technické analýza

Podstatou technické analýzy je sběr, pozorování, měření a vyhodnocení ceny a objemu k zvolenému časovému období. Provádí se u jednotlivého aktiva a na základě identifikovaných obrazců. Cílem je provádět predikci a rozhodování za pomoci nákupních a prodejních signálů. Technická analýza doplňuje fundamentální analýzu a odstraňuje její největší slabinu (načasování nákupu či prodeje). (Král, 2007)

Elliottovy vlny, které budou v této práci použity k predikci cen akcií, představují nástroj, který je kombinací technické analýzy, psychologické analýzy. Jeho podstatou je, velmi zjednodušeně řečeno, identifikace obrazců (fraktálů), které se nachází v burzovních grafech. Pokud je takovýto obrazec nalezen, je možné provádět predikce cen s poměrně dobrou úspěšností. (Sadil, 2016)

2.4 Predikce dat v procesu valuace

V procesu valuace představuje predikování budoucích dat jednu z nejdůležitějších a nejnáročnějších činností. Výsledek procesu valuace je velmi citlivý na výsledku predikce těchto hodnot. V případě valuace musíme sestavit a navrhnout **finanční plány** daného podniku. Dále nás také zajímá budoucí vývoj ceny akcií zvolené společnosti, případně vývoj makroekonomického prostředí, ve kterém se daný podnik nachází. (Damodaran, 2013) V případě predikování budoucích dat je možné například metody technické analýzy, v ideálním případě pak simulaci Monte Carlo. Více k tomu uvádějí Viebig, Varmaz a Poddig (2008).

2.4.1 Finanční plánování

Finanční plánování je činnost vedoucí k přípravě **finančního plánu**. Tedy stanovení posloupnosti budoucích dějů v oblasti financí, které popíše cestu k vytyčenému finančnímu cíli. (Kislingerová, 2010)

Pavelková a Knápková (2009) uvádějí, že podstatou sestavení finančních plánů je odhalení a přijetí opatření k účinnému řízení podnikových rizik. Finanční plán si lze také představit jako odhad budoucích hodnot v účetních výkazech dané společnosti. Jinými slovy finanční plán představuje budoucí podobu rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výkazu peněžního toku.

Finanční plán má složku příjmovou a výdajovou. Ale už i příjmy a výdaje mohou být řešeny samostatnými plány. V některých případech, například v podnikovém prostředí, bývají vytvářeny i plány podrobnější – kupříkladu pro konkrétní typy výdajů, nebo příjmů. Příkladem takovýchto dílčích plánů může být plán investic, plán odpisů a podobně. Vytváření finančního plánu potom završuje a spojuje tyto dílčí plány z pohledu výnosnosti a rizik. (Kislingerová, 2010)

Prvním krokem obvykle bývá **odhad budoucích zisků společnosti**. Pokud chceme predikovat ekonomická data, můžeme k tomuto účelu využít celou řadu nástrojů a metod. Jednou z těchto metod je také model ROE. (Gladiš, 2015)

2.4.2 Model ROE – odhad budoucích zisků

Budoucí zisk se dá odhadovat různě. Profesionální analytici zpravidla vytvářejí velmi detailní a složité modely s mnoha parametry a s jejich pomocí se potom snaží dopracovat se k podobě budoucích finančních výkazů. Tento přístup je teoreticky správný, nicméně je velmi pracný a nevede k prokazatelně k tak přesným výsledkům, aby stál za námahu. (Gladiš, 2015)

Model ROE představuje jednoduchou, rychlou a dostatečně přesnou metodou, která slouží pro odhad budoucích zisků. Model ROE se nazývá z toho důvodu, že jeho ústředním bodem je rentabilita vlastního kapitálu. Nejprve je nutné tento parametr určit. Lze jej získat zprůměrováním minulých hodnot. Dále je nutné zjistit výplatní poměr dividend. Poté je možné predikovat hodnoty budoucího čistého zisku. Tento zisk představuje základ pro predikci dalších položek účetních výkazů dané společnosti. Vynásobením zisku na akcii přiměřeným parametrem P/E je také možné zjistit očekávanou tržní cenu akcie. Model ROE je relativně

dobře použitelný pro předvídatelné společnosti. Nehodí se pro výrazně cyklické či začínající a doposud nezavedené společnosti. (Gladiš, 2015)

3 SPECIFIKA VALUACE FINANČNÍCH SPOLEČNOSTÍ

Předmětem valuace v této diplomové práci je bankovní společnost, působící na českém finančním (resp. bankovním) trhu. V této kapitole budou proto vymezeny pojmy jako je finanční trh, banka, bankovní sektor, včetně jejich charakteristik. Zvláštní pozornost bude věnována problematice bankovního podnikání. Bankovní společnost vyžaduje velmi specifický přístup při provádění valuace. Bude zde uvedena obecná struktura bilance a výkazů zisku a ztrát bankovní společnosti. Na závěr budou uvedeny specifické valuační přístupy, používané právě pro hodnocení bankovních společností.

3.1 Finanční trh a finanční společnost

3.1.1 Definice a struktura finančního trhu

Král (2009, s. 35) definuje finanční trh jako subsystém finančního systému. Finanční trh představuje místo, kde se střetává nabídka peněz a peněžního kapitálu s poptávkou po penězích a peněžním kapitálu. Autor rozlišuje kategorie finančního trhu na základě druhu obchodovaného aktiva. Tímto způsobem rozlišuje dluhové, akciové, měnové a komoditní trhy.

Rejnuš (2014, s. 46) popisuje finanční trh jako kanál, kterým protékají peněžní prostředky a investiční nástroje mezi zájemci o kapitál a poskytovateli kapitálu. Účastníci finančních trhů se dle tohoto autora v praxi rozdělují do čtyř základních sektorů.

- Sektor bankovníctví (obchodní banky, spořitelny, platební instituce atd.)
- Nebankovní instituce (obchodníci s CP, investiční společnosti a fondy, burzy atd.)
- Instituce sektoru pojišťovnictví (pojišťovny, zajišťovny)
- Ostatní licencované subjekty (tiskárny CP, garanční a státní fondy atd.)

3.1.2 Fungování finančních trhů

Naše pozornost bude dále zaměřena na sektor bankovníctví. Předtím si však ještě uvedme, jaké hypotézy vysvětlují chování finančních trhů. Pro vysvětlení chování finančních trhů byla ve druhé polovině dvacátého století vytvořena hypotéza efektivního trhu. Autorem této teorie je profesor Eugene Fama. V současné době tato teorie naprosto dominuje a je stále ve finanční praxi velmi často užívána. Krátce je možné tuto teorie shrnout v následujících bodech. (Fama, 1970)

- Cena aktiva zahrnuje všechny aktuální informace.

- Investor má averzi k riziku, dokáže se racionálně rozhodovat.
- Trhy nevykazují žádnou paměť.
- Zisk podléhá normálnímu rozdělení.

Protiváhou této teorie je tzv. hypotéza fraktálního trhu. Tato hypotéza je podstatně mladší, zatím ne příliš známá a rozpracovaná. Jedná se však o nové paradigma, které zkoumá a vysvětluje chování investorů v celém tržním cyklu (včetně konjunktur a krachů). Investor je dle této teorie jednající a také chybný lidská bytost, která podléhá náladám a psychologickým vlivům. Předpoklady hypotézy fraktálního trhu je možné shrnout v následujících bodech. (Peters, 1994)

- Účastníci finančních trhů jsou individuální. Každý z nich má různý investiční horizont, různé znalosti a dovednosti.
- Informace mají různý vliv na chování investorů. K analýza finančních trhů se využívá technická a fundamentální analýza.
- Zásadní faktorem ovlivňujícím stabilitu finančního trhu je likvidita.
- Ceny jsou ovlivňovány kombinací krátkodobé technické analýzy a dlouhodobé fundamentální analýzy.

3.2 Banka a bankovní sektor

Tato podkapitola podrobněji vysvětluje pojem banka. Je zde také definován pojem bankovní sektor a také je zde naznačena jeho struktura.

3.2.1 Definice pojmu banka

Dle Krále (2009) je banka v užším chápání instituce veřejného nebo soukromého práva, která od obyvatel nebo právnických osob nakupuje peníze ve formě vkladů a takto získané peníze za cenu úroků investuje formou půjček.

Širší chápání pojmu banka je možné nalézt v publikaci Hindlse, Hronové a Holmana (2003). Bankou rozumíme společný název pro komerční (obchodní) a centrální banku. Tato instituce je obvykle právnickou osobou a bývá licencována na základě zvláštního zákona. Dle zákona smí označení banka používat pouze právnická osoba, která je držitelem bankovní licence. Následující podkapitola blíže vysvětlí pojem **komerční banka**. Centrální banka, vzhledem k zaměření diplomové práce, zde nebude blíže definována.

3.2.2 Komerční banka

Společnost, která je předmětem valuace, představuje takzvanou komerční banku. Belás a kolektiv (2013) uvádějí vlastní definici komerční banky: Komerční banka představuje specifický podnikatelský subjekt, který působí v prostředí regulované konkurence. Základními specifickými rysy je **předmět podnikání, atypická struktura bilance aktiv a pasiv**, včetně existence **podrozvahových položek** a **potřeba vlastní důvěryhodnosti**. Cílem činnosti komerční banky je dosahování přiměřené výkonnosti. Tyto charakteristiky budou více přiblíženy v následující podkapitole.

3.2.3 Charakteristika bankovního podnikání

Banky jsou také označovány jako instituce finančního zprostředkování. Prostřednictvím **pasivních operací** (např. přijímání vkladů) soustřeďují volné finanční prostředky od subjektů s přebytkem těchto prostředků a následně tyto prostředky formou **aktivních operací** (např. poskytování úvěrů) alokují k subjektům s dočasným nedostatkem finančních prostředků. Cílem bankovního podnikání je snaha o maximalizaci zisku, případně snaha maximalizovat tržní hodnotu banky. (Kantnerová, 2016, Polouček, 2013)

Komerční banky musí při své činnosti dodržovat kromě pravidel, které stanoví centrální banka a instituce bankovního dohledu (kap. 3.2.3) také tyto zásady: (Belás a kolektiv, 2013)

- Zásada rentability (dosažení maximálního zisku při minimálních nákladech)
- Zásada likvidity (schopnost plnit závazky ke svým klientům)
- Zásada solventnosti (schopnost dostát svým závazkům vůči třetím subjektům)
- Zásada bezpečnosti (minimalizace rizik)

3.2.3.1 Aktiva a pasiva bankovní společnosti

Na straně aktiv tvoří největší položku poskytnuté úvěry (pohledávky), následované cennými papíry a hmotným a nehmotným investičním majetkem. Bankovní operace, které mají dopad na strukturu aktiv se nazývají **aktivní operace**. Typickou aktivní operací banky je poskytnutí úvěru. Dále je možné zařadit sem hotovost, cenné papíry či podíly v jiných společnostech. (Belás, 2013, Kantnerová, 2016)

Na straně pasiv představují největší položku přijaté vklady. Zbývající část představují položky vlastního kapitálu. Bankovní operace, které mají dopad na strukturu pasiv se nazývají **pasivní operace**. Typická struktura aktiv a pasiv banky je uvedena v tabulce níže. Je zde

patrná, již zmíněná, atypická struktura bilance. Do pasiv banky je možné zařadit rezervy, kapitálové fondy, emitované dluhové cenné papíry a výsledky hospodaření v běžném a minulém období. (Belás, 2013, Kantnerová, 2016)

AKTIVA	PASIVA
Oběživo (5%)	Vlastní kapitál (5%)
Rezervy (2%)	Vklady (95%)
Cenné papíry (15%)	
Úvěry (70%)	
Investiční majetek (8%)	

Tabulka 1 – Vzorová bilance komerční banky (zdroj: Belás, 2013, upraveno)

3.2.3.2 Podrozvahové položky

Některé bankovní operace nemají vliv na změnu ve struktuře bilance banky. Mezi tyto operace patří například poskytnutí úvěrového příslibu, vystavení záruky. Podrozvahovou položkou mohou být také dokumentární akreditivy, spotové operace a operace s prodejem a nákupem opcí. (Kantnerová, 2016)

3.2.3.3 Výkaz zisku a ztrát

Nedílnou součástí účetní závěrky banky je výkaz zisku a ztrát. Rozhodující podíl na výnosech a nákladech banky mají výnosy a náklady z finančních činností. Mezi náklady banky je možné zařadit nákladové úroky, náklady na poplatky a provize, ztráty z devizových operací, správní náklady, odpisy majetku, náklady na daně z příjmu atp. Výnosy banky jsou například výnosové úroky, výnosy z poplatků a provizí, zisky z devizových operací apod. (Kantnerová, 2016)

3.2.3.4 Důvěryhodnost banky a dobré jméno

Mises (2006, s. 403) uvádí: Nesmíme zapomenout, že každá banka vydávající fiduciární prostředky je v poměrně riskantní situaci. Jejím nejcennějším aktivem je její vlastní pověst. Jakmile se objeví pochybnosti o její důvěryhodnosti a platební schopnosti, je tato banka nucena vyhlásit úpadek, čemuž předchází výskyt jevu, který se označuje jako bankovní run. (V případě valuace bankovní společnosti musíme tuto skutečnost brát v potaz - pozn. autora)

3.2.4 Bankovní regulace v ČR

Bankovní sektor patří k nejvíce regulovaným odvětvím ekonomiky. Regulací a dohledem nad bankovním sektorem se rozumí koncipování pravidel a sledování jejich dodržování. Regulace a dohled je zpravidla zaměřena na 4 základní oblasti: (Kantnerová, 2016)

- Podmínky vstupu do odvětví bankovníctví
- Plnění základních povinností (min. rezervy, přiměřenost kapitálu a likvidity)
- Povinné pojištění vkladů bank
- Případy „banky poslední instance“

Bankovní dohled může být prováděn takzvaně na dálku (tj. kontrolou výkazů banky), případně na místě, ve vybrané bance. Centrální banky využívají, za účelem dohledu nejčastěji specifické metody, a to CAMELS nebo BOPEC (viz podkapitola 3.3.). (Kantnerová, 2016)

V České republice představuje regulátora bankovního, respektive finančního trhu, centrální banka (ČNB). Tato pravomoc je centrální bance dána ústavou České republiky. Bankovní dohled ze strany ČNB má už od poloviny 90. let 20. století právo uplatňovat vůči bankám řadu nápravných opatření. Tato opatření jsou aplikována v případě zjištění nedostatků v řízení těchto bank. Regulátor trhu má pravomoc vyměnit management banky a v krajním případě odebrat problematické bance její licenci. (Polouček, 2013)

Banky v České republice podléhají také mezinárodní regulaci. Zde je nutné zmínit Basilejský koncept kapitálové přiměřenosti. V současné době probíhá integrace třetí řady Basilejských pravidel (BASEL III), která představují odpověď Basilejského výboru pro bankovní dohled na finanční krizi z minulých let. Tato nová pravidla především zpřísnují požadavky, kladené na kapitálovou přiměřenost bank. (Kantnerová, 2016)

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza představuje dílčí složku fundamentální analýzy, a to na její mikro úrovni. Představuje klíčový nástroj při provádění valuace jakéhokoliv podniku. Každý podnik, včetně komerční banky, může být předmětem finanční analýzy. Nejprve je nutné tento pojem správně definovat a přiblížit jeho význam. Dále představíme jednotlivé ukazatele, které jsou součástí finanční analýzy. V této podkapitole (3.3.) bude finanční analýza představena v obecné rovině. Podkapitola (3.4.) představuje specifika finanční analýzy bankovních společností.

3.3.1 Podstata finanční analýzy

Finanční analýza představuje nástroj pro komplexní zhodnocení finančního zdraví podniku. Tento nástroj pomáhá zjistit, zda je podnik schopen produkovat dostatečný zisk, zda má přiměřenou strukturu kapitálu, zda dokáže efektivně využívat svá aktiva, zda je schopen dostát svým závazkům a celou řadu jiných významných skutečností. Znalost finančního zdraví daného podniku je nezbytná jak ve vztahu k minulosti, tak i k prognózování budoucího vývoje. (Knápková, Pavelková a Šteker., 2013)

Finanční analýzu je možné, v širším slova smyslu, chápat jako metodu, která vzájemně porovnává informace z účetních výkazů (viz kapitola 2). Cílem finanční analýzy je rozšířit vypovídací schopnost těchto výkazů. Na základě těchto informací je možné provádět celou řadu rozhodovacích úloh. (Kislingerová, 2010)

Finanční analýzu jako zdroj pro další rozhodování a řízení potřebují nejen finanční manažeři, ale také investoři, auditoři, burzovní makléři atd. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013) Zdroje dat pro finanční analýzu prakticky jsou totožné jako zdroje dat pro valuaci podniku. (viz kapitola 1.6.2.)

3.3.2 Finanční ukazatele, metody a postupy

K základním metodám, které se při finanční analýze využívají, patří dle Knápkové, Pavelkové a Šteker (2013):

- Analýza stavových ukazatelů (horizontální a vertikální analýza rozvahy)
- Analýza tokových ukazatelů (horizontální a vertikální analýza nákladů a výnosů)
- Analýza rozdílových ukazatelů (např. čistý pracovní kapitál)
- Analýza poměrových ukazatelů (analýza likvidity, aktivita, rentability, zadluženosti)
- Analýza soustav ukazatelů
- Souhrnné ukazatele hospodaření

Při zpracování finanční analýzy se nejprve identifikuje daný podnik. V druhém kroku se obvykle analyzuje vývoj odvětví, do kterého daný podnik patří. Ve třetím kroku se aplikují metody finanční analýzy, a to v pořadí, uvedeném výše. Závěrem se stanoví diagnostika finančního zdraví podniku a navrhnou se doporučení pro zlepšení stavu. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013)

Výše uvedené poznatky lze aplikovat při finanční analýze jakéhokoliv podniku. Pokud však provádíme analýzu bankovní společnosti, je nutné některým ukazatelům a metodám věnovat zvýšenou pozornost. Této problematice je věnována následující podkapitola.

3.4 Specifika finanční analýzy bankovní společnosti

Finanční analýza je založena na systému definovaných ukazatelů, které umožňují diagnostikovat případné problémy ve finanční situaci banky a také odhalit její silné stránky. Zjištěné nedostatky jsou poté podrobeny detailnější analýze. Úkolem finanční analýzy je tedy globální posouzení finanční situace banky na základě ekonomických dat. (Kašparovská, 2006)

Při interpretaci výsledků je nutné brát v úvahu i omezení které sebou finanční analýza přináší. Mezi tato omezení patří, v případě analýzy bankovní společnosti, skutečnost, že v účetních výkazech nejsou zachyceny zdroje, které mají vliv na efektivnost bankovního podnikání. Sem patří například kvalifikace a zkušenosti zaměstnanců banky. Pro současné bankovní podnikání je charakteristickým rysem nárůst mimobilančních položek, které jsou spojeny s tvorbou bankovních výnosů a nákladů. Tyto mimobilanční položky nejsou v účetních výkazech zachycovány. (tamtéž, 2006)

Tyto dva zmíněné problémy částečně odstraňují tzv. ratingové metody finanční analýzy (viz dále). Na rozdíl od klasické finanční analýzy tyto metody pracují i s daty, které nejsou zachyceny v účetních výkazech.

3.4.1 Jednotlivé specifické ukazatele

V rámci finanční analýzy banky existuje celá řada ukazatelů. Ukazatele jsou sdružovány do skupin, přičemž každá skupina vypovídá o některém aspektu ekonomické činnosti banky. Je možné identifikovat následující skupiny finančních ukazatelů: (Kašparovská, 2006)

- Ukazatele struktury bilance banky
- Ukazatele bankovní likvidity
- Ukazatele bankovní rentability
- Ukazatele bankovní produktivity
- Ukazatele kvality bankovních aktiv

3.4.1.1 Ukazatele struktury bilance banky

První fáze finanční analýzy by měla poskytnout celkový rámcový obraz o bilanční rovnováze a specializaci dané bankovní společnosti. Význam těchto ukazatelů spočívá v tom, že umožňují srovnávat banky s přibližně stejným zaměřením, což zvyšuje vypovídací schopnost a objektivitu ostatních skupin ukazatelů. Dále pak určují míru rovnováhy mezi jednotlivými složkami aktiv a pasiv, a mají tak význam z hlediska zajištění likvidity banky. (Kašparovská, 2006)

K nejčastěji užívaným ukazatelům zde patří poměrový ukazatel, vyjadřující **podíl úvěrových pohledávek na celkových aktivech banky**. Tento ukazatel je možné dále specifikovat dle časového charakteru pohledávek, dle typů klientů a odvětví. Kromě toho je také významným ukazatelem míry koncentrace určitého typu úvěrových pohledávek v portfoliu banky a tím indikátorem rizika plynoucího z koncentrace investic. (Kašparovská, 2006)

$$S_{\dot{u}} = \frac{\text{Pohledávky ke klientům}}{\text{Celková aktiva}} * 100$$

Obdobně lze zkonstruovat ukazatel pro stranu pasiv. Mezi základní patří ukazatel, zachycující **podíl závazků k nebankovním klientům na celkových pasivech**. Pro tento ukazatel platí stejná pravidla jako v předchozím případě. I zde je možné provádět další upřesnění či modifikace tohoto ukazatele. (Kašparovská, 2006)

$$S_z = \frac{\text{Závazky ke klientům}}{\text{Celková pasiva}} * 100$$

3.4.1.2 Ukazatele bankovní likvidity

Součástí struktury bilance jsou i ukazatele vypovídající o struktuře aktiv a pasiv z hlediska jejich likvidnosti. K ukazatelům, které vyjadřují míru platební schopnosti banky, lze zařadit ukazatele bankovní likvidity. Mezi tyto ukazatele patří ukazatel **okamžité a běžné likvidity**. (Kašparovská, 2006)

$$L_O = \frac{\text{Vysoce likvidní aktiva}}{\text{Okamžitě splatné závazky}} * 100$$

$$L_B = \frac{\text{Likvidní aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} * 100$$

K **okamžitě splatným závazkům** je možné zařadit netermínované primární vklady klientů a okamžitě splatné závazky k jiným bankám. Charakter **krátkodobých závazků** mají

všechny závazky banky splatné v určitém časovém horizontu. **Vysoce likvidní aktiva** představuje pokladni hotovost, vklady u centrálních bank, netermínované vklady u ostatních bank. Za **likvidní aktiva** je možné považovat například státní pokladniční poukázky. (Kašparovská, 2006)

3.4.1.3 Ukazatele bankovní rentability

Tato skupina ukazatelů se orientuje na analýzu dosaženého hospodářského výsledku banky. Ukazatele bankovní rentability vypovídají o vztahu mezi výsledky hospodaření banky a vloženými vlastními zdroji či aktivy. Vyjadřují tedy míru zhodnocení vložených prostředků do bankovního podnikání. Při jejich konstrukci lze vycházet z různých úrovní bankovního zisku. Nejdůležitějším syntetickým ukazatelem je **ROE** (rentabilita vlastního kapitálu). Tento ukazatel je možné dále rozkládat, například pomocí **DuPont ukazatele** a odhalit tak silné a slabé stránky v ekonomické činnosti banky. Dalším důležitým ukazatelem rentability je ROA (rentabilita aktiv). Existuje ještě řada dalších ukazatelů, nicméně pro účel valuace jsou primární právě ROE a ROA. Vzorce pro výpočet těchto ukazatelů jsou uvedeny níže. Tyto dva ukazatele je možné modifikovat přidáním váženého průměru do vstupních dat. Získáváme tak ukazatele ROAE a ROAA. (Kašparovská, 2006)

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{(\text{průměrný}) \text{ vlastní kapitál}}$$

$$ROA = \frac{\text{čistý zisk}}{(\text{průměrný}) \text{ stav aktiv}}$$

3.4.1.4 Ukazatele bankovní produktivity

V současných podmínkách vysoké konkurence v bankovním odvětví roste význam ukazatelů produktivity. Jde o skupinu ukazatelů, odrážejících kvalitu manažerského řízení banky. Nejznámějším ukazatelem je zde dosažený zisk na zaměstnance. Dále je možné využít například objemové ukazatele produktivity (objem prodaných úvěrů na zaměstnance), případně ukazatele nákladové intenzity, např. průměrná výše mzdových nákladů na zaměstnance. (Kašparovská, 2006)

3.4.1.5 Ukazatele kvality bankovních aktiv

Vysoce důležitou skupinu ukazatelů představují ukazatele kvality bankovních aktiv. Obvykle poměřují poměr vytvořených rezerv a opravných položek k úvěrovým a finančním pohledávkám. Rezervy a opravné položky souvisí s rizikovostí úvěrových pohledávek. Při

provádění valuace podniku nás bude zajímat právě výše těchto rizikových pohledávek a výše opravných položek k těmto pohledávkám. Vybrané ukazatele kvality bankovních aktiv jsou uvedeny níže. (Kašparovská, 2006)

$$K_a = \frac{\text{opravné položky k úvěrům}}{\text{celkové úvěrové pohledávky}} * 100$$

$$K_o = \frac{\text{sledované a ohrožené úvěrové pohledávky}}{\text{celkové úvěrové pohledávky}} * 100$$

$$K_z = \frac{\text{ztrátové úvěrové pohledávky}}{\text{celkové úvěrové pohledávky}} * 100$$

Významné je posuzování těchto ukazatelů v časové řadě. Takovéto posuzování nám odhalí změny kvality v úvěrovém portfoliu banky. V praxi je výše opravných položek bank ovlivněna metodikou stanovené opravných položek. To je důležité především při provádění mezibankovního srovnávání. Posledním, a zřejmě nejdůležitějším, ukazatelem kvality aktiv je podíl rizikově vážených aktiv na celkových aktivech. I v tomto případě se provádí srovnání hodnoty tohoto ukazatele s konkurenčními bankami. (Kašparovská, 2006)

$$K_{ra} = \frac{\text{Rizikově vážená aktiva}}{\text{Celková aktiva}} * 100$$

3.4.2 Ratingové metody finanční analýzy bank

Převážnou část ukazatelů, které byly zmíněny v předchozí podkapitole, lze využít v rámci tzv. ratingových metod finanční analýzy. Tyto metody ale nejsou mezi investory zatím příliš rozšířené, používají je především regulátoři bankovního trhu (tj. centrální banky). Následující podkapitoly představí metodu CAMELS a metodu BOPEC.

3.4.2.1 Metoda CAMELS

V praxi se při ohodnocování finančního zdraví banky používají dvě metody, a to CAMELS a metoda BOPEC. Metoda CAMELS původně vznikla pro hodnocení bank ze strany bankovního dohledu. Bankovní dohled vyhodnocuje zdraví bank a provádí jejich rating mj. prostřednictvím této metody. Tato metoda postupně nachází své uplatnění také v investorské praxi. Jedná se o postup, při němž je finanční zdraví banky posuzováno v šesti následujících oblastech. (Kantnerová, 2016)

- **Capital Protection** – dohledová autorita (u nás ČNB) sleduje poměry kapitálu a jeho složek k celkovým aktivům. Hodnotí kapitál banky, jeho skladbu, vlastnickou strukturu, vývoj fondů, které do banky vstupují, a především kapitálovou přiměřenost.
- **Assets quality** – sleduje se kvalita aktiv, jejich zajištění, podíl nesplacených úvěrů na celkovém stavu úvěrů (tj. kvalita úvěrového portfolia).
- **Management quality** – hodnotí se úroveň řízení (managementu) bank. Regulátor (ČNB) potvrzuje osoby navržené do nejvyšších funkcí, zjišťuje informace o jejich profesní připravenosti apod.
- **Earnings strength** – sleduje se a hodnotí se výnosnost obchodů (zisky, výnosy), případně se zohlední jejich výkyvy.
- **Liquidity risk** – velká pozornost je věnována řízení likvidity, dodržování pravidel likvidity, cash flow a souvisejícím otázkám.
- **Sensitivity to market risk** – zahrnuje hodnocení metod řízení rizik, které banka používá. Hodnotí se citlivost na tržní, úrokové a měnové riziko.

Nejdůležitější informace o zdraví bank a jejich obchodní politice jsou získávány na dálku. Bankovní dohled (resp. také potencionální investoři) tyto informace čerpá prostřednictvím výkazů, které musí banky pravidelně zveřejňovat a zasílat je bankovnímu dohledu. (Polouček, 2013)

V analytické části této diplomové práce bude provedena CAMELS analýza pro zvolenou bankovní společnost. Tato analýza bude provedena nikoliv z pohledu regulátora, ale právě z pohledu investora (resp. subjektu, provádějícího fundamentální valuaci podniku).

3.4.2.2 Metoda BOPEC

Metoda BOPEC se používá k hodnocení bank především v USA. Tuto metodu využívá FED a v případě zjištění nevyhovujících výsledků přistupuje k regulacím bankovních společností. Jedná se v principu o obdobnou metodu hodnocení jako je CAMELS. Rozdíl je zde ve členění ukazatelů. Tato metoda sleduje a hodnotí: (Prowse, 1995)

- **Bank subsidiaries** – bankovní složky
- **Other subsidiaries** – ostatní složky
- **Parent company** – mateřské společnosti
- **Earnings** – výnosy
- **Capital** – kapitál holdingu

Výše uvedené parametry jsou hodnoceny na známku na stupnici 1-5, přičemž platí, čím nižší hodnota, tím lépe. Podobně jako CAMELS i tato metoda patří do takzvaných ratingových metod. (Prowse, 1995) Vzhledem k její podobnosti s metodou CAMELS však nebude dále v praktické části uváděna.

3.5 Charakter valuace finančních společností

3.5.1 Problémy s využitím výnosových metod

Valuace finančních společností, mezi které patří i bankovní společnosti, patří k nejnáročnějším, a to především ze dvou důvodů, které uvádí Damodaran (2012)

- V případě finančních společností je obtížné odhadnout budoucí volné peněžní toky.
- Finanční společnosti jsou vysoce regulované ze strany centrálních bank.

Tyto uvedené důvody mají velký vliv na celý proces valuace finanční společnosti. To ale není všechno. Finanční společnosti (resp. banky) jsou charakteristické atypickou strukturou bilance a unikátním předmětem podnikání. Tuto skutečnost ozřejmí následující podkapitoly.

3.5.1.1 Cizí kapitál

První problém, před kterým se ocitáme, spočívá v tom, jak nahlížet na cizí kapitál u finančních společností. Zatímco v případě běžných společností se na cizí kapitál díváme jako na součást celkového kapitálu, v případě finančních společností je nutné chápat cizí kapitál jiným způsobem. Cizí kapitál zde představuje „vstup do výroby“, stejně jako je ocel vstupem do výroby v automobilce. Cizí kapitál vstupuje do finanční společnosti, aby byl následně prodán za vyšší cenu. Tento kapitál zároveň představuje dominantní položku v bilancích každé finanční společnosti. (Damodaran, 2012)

3.5.1.2 Odhad budoucích peněžních toků

Finanční společnosti jsou dále charakteristické tím, že je u nich velmi těžké odhadnout budoucí hodnoty reinvestic. Pokud nejsme schopni odhadnout hodnoty reinvestic, není možné stanovit peněžní toky dané společnosti. Pro řešení této situace lze využít dvě možnosti. V prvním případě lze substituovat hodnotu peněžních toků dividendami. V případě, že finanční společnost vyplácí dividendy nepravidelně, je možné reinvestice odhadnout na základě požadavků regulátora. (Damodaran, 2012)

3.5.1.3 Kalkulace Beta koeficientu

Další problém zde představuje odhad Beta koeficientu. Tento koeficient nám, stručně řečeno, charakterizuje tržní riziko daného aktiva. (Hindls, Hronová a Holman, 2003)

Koeficient Beta není vhodné, v tomto případě, kalkulovat pomocí CAPM modelu. Tento vychází z následujících předpokladů fungování efektivního trhu. Vzhledem ke skutečnosti, že bankovní odvětví je silně regulováno ze strany centrálních bank, není možné označit tento trh za efektivní. Pokud přesto budeme chtít znát koeficient beta, je možné využít betu srovnatelných společností. Bankovní společnosti se vyznačují relativně homogenní strukturou celkového kapitálu. (Damodaran, 2012)

Pokud shrneme výše uvedené poznatky, lze konstatovat, že **využití výnosových valuačních modelů, a to bez jakýchkoliv úprav, není pro valuaci finančních společností vhodné.** Pokud analytik hodlá tyto valuační modely využít, musí počítat s výše uvedenými překážkami. V případě překonání výše uvedených překážek je potom možné tyto modely aplikovat a zjistit tak požadovanou hodnotu daného podniku.

3.5.2 Relativní valuace v případě finančních společností

Damodaran (2012) a Kislingerová (2001) se v podstatě shodují, že relativní valuace je pro společnosti působící na finančním trhu vhodná. Tyto podniky se vyznačují relativně homogenní strukturou bilancí, a proto je vhodné provádět jejich vzájemná porovnávání. Poměrně spolehlivý přístup představuje využití ukazatelů tržního porovnání (P/E, P/BV, P/CF).

Kislingerová (2001) však uvádí, že využití metod z relativní valuace by mělo představovat spíše doplňkové řešení pro valuaci podniku. Není proto vhodné, používat k valuaci společnosti pouze tento samotný přístup.

3.6 Shrnutí teoretické části

V závěru teoretické části je vhodné uvést její krátké shrnutí. V první kapitole byl vysvětlen rozdíl mezi cenou a hodnotou a byl zde také vysvětlen význam pojmu valuace a její využitelnost a užitečnost. Dále byly představeny přístupy k valuaci podniku a kategorie hodnot. Závěr první kapitoly byl věnován obecnému úvodu do procesu valuace. Byly zde vysvětleny klíčové pojmy, související s touto problematikou.

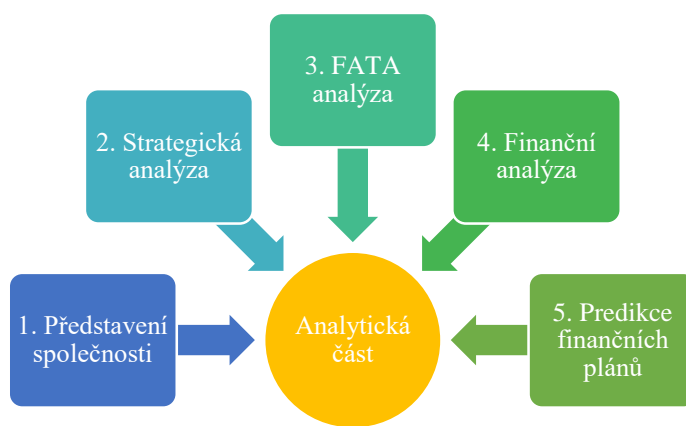
Druhá kapitola teoretické části byla zaměřena na problematiku analýzy a predikce dat. Bylo zjištěno, že predikce dat představuje nejobtížnější část v celém procesu valuace. Tato kapitola také nastínila význam pojmů, jako například strategická analýza, FATA analýza. Jsou zde uvedeny základní účetní výkazy a přiblížena jejich podstata. V závěru této podkapitoly byl představen takzvaný model ROE, který představuje vhodný nástroj k provádění predikce budoucích ekonomických dat.

Podstatou třetí kapitoly bylo přiblížit specifika při procesu valuace společností, působících na finančním trhu. Úvod této kapitoly vysvětluje chování finančních trhů, charakteristiku bankovních společností. Důležitou součástí třetí kapitoly teoretické části je finanční analýza se zaměřením na analýzu bankovních společností. Jsou zde představeny ratingové metody finanční analýzy, konkrétně metoda CAMELS a metoda BOPEC. Závěrečná část této kapitoly pojednává o problémech, které jsou spojeny s valuací finanční společnosti. Závěry z teoretické části byly následně využity v praktické části, především pak v samotném procesu odhadu hodnoty vybrané bankovní společnosti.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 ANALYTICKÁ ČÁST

Na úvod této kapitoly bude představena struktura analytické části práce. Cílem analytické části je analýza a predikce relevantních ekonomických dat, které jsou potřebné k provedení valuace vybraného podniku. Nejprve bude představena vybraná společnost, která je předmětem valuace. Dále budou provedena analýza makro a mikro prostředí, ve kterém se daný podnik nachází. Tento úkol bude vyřešen pomocí strategické a FATA analýzy. Následovat bude komplexní finanční analýza, a to pomocí metody CAMELS. V závěru analytické části budou predikovány finanční plány, které představují vstup do valuačních modelů.



Obrázek 3 – Struktura analytické části (vlastní zpracování)

4.1 Představení společnosti

MONETA Money Bank a.s. (dále zkráceně Moneta) je bankovní společností působící v České republice. Jedná se o čtvrtou největší banku na českém trhu dle počtu klientů (1 071 000 retailových a korporátních klientů) a šestou největší banku z pohledu velikosti celkových aktiv. Je vedoucí bankou na trhu spotřebitelského financování a rozvíjející se bankou v segmentu malého a středního podnikání. Moneta byla založena v roce 1997 po akvizici Agrobanky a.s. jako GE Capital Bank a.s. Tato banka změnila v roce 2000 své jméno na GE Money Bank. Po úspěšném projití procesem IPO v roce 2016 změnila banka své jméno na Moneta Money Bank.

Moneta je držitelem univerzální bankovní licence a může tak poskytovat celou řadu retailových a korporátních finančních produktů a služeb. Banka se zaměřuje na zabezpečené a nezabezpečené spotřebitelské půjčky a finanční aktivity. Moneta je tedy univerzální bankovní společností s širokou sítí poboček a bankomatů. Její služby jsou také zaměřeny univerzálně

na retailové a korporátní klienty. Hlavní pobočka této banky se nachází v Praze. Centrální telefonní centrum se nachází v Ostravě.

Tato banka operuje na českém bankovním trhu prostřednictvím sítě 229 poboček, 624 bankomatů a také pomocí alternativních distribučních kanálů, jako je například internet, call centra, dealeři automobilů, brokeři a přibližně 4700 leasingových partnerů. Moneta ve spolupráci se svými dceřinými firmami nabízí například běžné účty, spořicí účty, termínované vklady, dále poskytuje platební služby, vydává debetní a kreditní karty, umožňuje čerpat kontokorentní úvěry, poskytuje hypotéky, spotřebitelské úvěry, leasing a ostatní kompletní produkty. Skupina Moneta je rozdělena do dvou divizí, a to retailové a komerční. Tyto se od sebe liší nabídkou poskytovaných produktů, přičemž klienti jsou obsluhováni jednou nebo druhou divizí. Moneta spolupracuje při vydávání kreditních a debetních karet se společnostmi VISA a Mastercard.



Obrázek 4 – Logo společnosti MONETA Money Bank (zdroj: moneta.cz)

Obchodní firma	MONETA Money Bank, a.s.
Sídlo	Vyskočilova 1422/1a, 140 28 Praha 4 – Michle
IČO	25672720
Právní forma	Akciová společnost
Datum zápisu	9. června 1998
Základní kapitál	511 mil. Kč
	Zapsáno v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka č. 5403
Splaceno	100 %
Druh, forma, podoba emitovaných akcií s uvedením jmenovité hodnoty:	Základní kapitál společnosti je rozdělen do 511 000 000 plně splacených kmenových zaknihovaných akcií na jméno o jmenovité hodnotě 1 Kč za kus
Počet obchodních míst	230
Počet zaměstnanců	3 114
Organizační složky v zahraničí	Žádné
Telefon	+420 224 441 111
Internet	www.moneta.cz

Obrázek 5 – Základní identifikační údaje (zdroj: moneta.cz, 2017)

4.2 Strategická analýza

Strategická analýza, jak již bylo řečeno, se vzájemně překrývá s takzvanou FATA analýzou. V rámci kapitoly, věnované strategické analýze budou využity dvě metody, které je možné zahrnout do nástrojů strategické analýzy, a to SWOT analýza dané společnosti a Porterův model 5 S. Ostatní prvky strategické analýzy budou analyzovány v již zmíněné FATA analýze. Zde se jedná především o komplexní analýzu makro a mikro prostředí daného podniku.

4.2.1 SWOT analýza

Silné stránky (S)

Za silné stránky společnosti Moneta je možné považovat:

- Stabilní a zavedenou tržní pozici (resp. stabilní počet klientů)
- Výrazný tržní podíl v segmentu retailových bankovních produktů
- Kvalitní kapitálovou strukturu
- Zkušený management banky

Slabé stránky (W)

Naopak za slabé stránky společnosti Moneta je možné označit:

- Klesající výnosy z úroků a poplatků
- Nízký tržní podíl v segmentu velkých podniků a zahraničních operací
- Nerovnoměrně diverzifikované úvěrové portfolio v korporátním sektoru
- Roztříštěná akcionářská struktura banky

Příležitosti (O)

V případě banky Moneta je možné identifikovat tyto příležitosti:

- Rostoucí tržní podíl v segmentu úvěrování malých a středních podniků
- Zavádění nových produktů pro klienty (např. oceněný krátkodobý progresivní fond)
- Rostoucí zájem o stavební spoření v ČR
- Příležitost k převzetí velkou bankovní společností (fúze)

Hrozby (T)

Za nejvýznamnější hrozby, kterým musí Moneta čelit, můžeme označit:

- Negativní makroekonomický výhled české ekonomiky

- Rostoucí konkurenci ze strany malých a středních bank
- Riziko zavedení vyšších daňových sazeb pro bankovní společnosti
- Nejistá budoucí politická situace v České republice

4.2.2 Porterův model 5 S

Podstata Porterova modelu byla nastíněna v teoretické části práce. V této podkapitole bude Porterův model 5 S aplikován na případ banky MONETA.

4.2.2.1 Vyjednávací schopnost dodavatelů

Využití Porterova modelu pro analýzu bankovního odvětví vyžaduje specifický přístup. Není snadné identifikovat dodavatele jako u jiných odvětví. V bankovním sektoru je možné za dodavatele označit:

- (1) Ty subjekty, které zásobují banku jejím klíčovým produktem, což jsou peníze. Do této skupiny patří vkladatelé, centrální banky a finanční trhy.
- (2) Dodavatele z řad ostatních podniků, kteří poskytují bance služby, které ji pomáhají při provádění bankovních operací. (zaměstnanci, IT společnosti apod.)

Vkladatelé mohou být rozděleni do dvou skupin, a to na komerční a retailové klienty. Tito jednotliví vkladatelé mají relativně slabou vyjednávací sílu, avšak pokud je uvažujeme jako celek, vyjednávací síla je velmi silná. Existuje zde riziko takzvaného runu na banku. V případě hromadného odchodu všech klientů a ztráty důvěry nebude banky schopna dostát svým závazkům.

Centrální banky představují dalšího dodavatele peněz, které prostřednictvím komerčních bank vstříkují peníze do ekonomiky, pokud to vyžaduje situace, a naopak je stahují v případě inflačních tlaků apod. Centrální banka také působí jako věřitel poslední instance, a především jako regulátor bankovního trhu. Všechny komerční banky v ČR mají účet u České národní banky. To znamená, že ČNB má absolutní kontrolu nad bankovním sektorem. Její vyjednávací síla je extrémně vysoká. I malá změna v úrokových sazbách má výrazný dopad na celý bankovní sektor. Tyto sazby zůstávají od roku 2012 stabilní.

Tabulka 2 – Aktuální bankovní sazby ČNB (zdroj: ČNB, 2017)

2T REPO sazba	0,05%
Diskontní sazba	0,05%
Lombardní sazba	0,25%
Minimální rezervy	2,00%

Pokud se zaměříme na oblast zaměstnanců, můžeme zjistit, že v České republice je velké množství studentů bankovního sektoru a tím pádem také potenciálních zaměstnanců bankovního sektoru. Jejich vyjednávací síla není vysoká. Naproti tomu, vyjednávací síla dodavatelů IT služeb je poměrně vysoká. Je tomu tak proto, že bez IT služeb by bankovní podniky nemohly v dnešní době realizovat své bankovní operace. Čtvrtým dodavatelem je finanční trh. V případě splnění určitých podmínek je tento trh otevřený a představuje tak zdroj dodatečných peněžních prostředků. Finanční trh v České republice je relativně stabilní, nicméně je pod absolutní kontrolou ČNB. Pokud shrneme výše uvedené poznatky a zhodnotíme vliv každého z dodavatelů, můžeme konstatovat, že v případě bankovního sektoru je vyjednávací síla dodavatelů vysoká.

4.2.2.2 Vyjednávací síla odběratelů

V případě bankovního sektoru můžeme jako odběratele označit tyto subjekty:

- Retailová klientela (fyzické osoby, domácnosti)
- Korporátní klientela (výrobní a nevýrobní podniky)
- Státní instituce (obce, státní podniky apod.)

Za odběratele můžeme považovat subjekty, které mají vztah s bankou prostřednictvím jak aktivních, tak i pasivních bankovních operací. V případě aktivních operací to mohou být například žadatelé o úvěr, ať už z řad retailu nebo korporací. V případě pasivních operací to mohou být například klienti banky, kteří mají u banky účet, za který jsou povinni platit poplatky. Pro všechny zmíněné subjekty platí, že jejich vyjednávací síla je vysoká. Český bankovní trh se vyznačuje vysokou konkurencí mezi bankami a jejich nabízenými produkty. Banky jsou nuceny neustále nabízet nové produkty, inovovat ty stávající a současně maximálně snižovat své náklady. Současným trendem, který je aktuálně na vzestupu, je nízkonákladové bankovníctví.

4.2.2.3 Hrozba vstupu nových konkurentů

V této části Porterova modelu pro analýzu bankovního odvětví bude analyzována hrozba vstupů nových konkurentů do bankovního odvětví. Jak již bylo uvedeno v teoretické části, komerční banka musí být držitelem licence, vydávané ČNB. V současné době operuje na českém bankovním trhu 45 bank. Aby se určitá společnost stala komerční bankou, musí splňovat poměrně přísná kritéria, mezi které patří například výše počátečního kapitálu. Vstup do odvětví je tedy silně regulován. V posledních letech lze pozorovat pozvolný nárůst počtu

komerčních bank, zejména těch nízkonákladových. Mikroekonomická teorie říká, že ziskově atraktivní odvětví mají tendenci být zaplňovány novými podniky. V případě bankovního sektoru to ale není vůbec snadné. Mezi lety 2009 až 2016 se na českém bankovním trhu objevila nová komerční banka v průměru jednou za dva roky.

Námi sledovaná banka Moneta Money Bank představuje relativně mladého hráče na českém bankovním trhu. Na tomto místě je nutné zdůraznit, že nové komerční banky se často na začátku svého působení potýkají s nízkým zájmem klientů. To je způsobeno převážně špatnými zkušenostmi z 90. let 20. století, kdy celá řada tehdy nově vzniklých bank vyhlásila úpadek.

Lze konstatovat, že riziko vstupu nových konkurentů do odvětví je relativně nízké. Zároveň je však nutné upozornit na nový trend rozmáhajících se způsobů alternativního financování. Společnosti, které tyto způsoby financování nabízejí, nevstupují do bankovního odvětví, nicméně představují pro bankovní sektor přímou konkurenci. (např. P2P půjčky) K této problematice je věnována další část Porterova modelu.

4.2.2.4 Hrozba náhradních substitutů

Bankovní sektor představuje poměrně unikátní typ podnikání. Podstata bankovního podnikání byla již uvedena v teoretické části práce. Jen připomeňme, že banka slouží jako prostředník mezi peněžně přebytkovými subjekty a peněžně nedostatkovými subjekty. I v této oblasti je však možné identifikovat substituční produkty k bankovním službám. Jak již bylo naznačeno v předchozím odstavci, v současné době začíná sílit trend rozvoje alternativních způsobů financování. Zde se jedná například o crowdfunding, P2P půjčky, využívání kryptoměn k úvěrování, případně rozmach společností poskytující krátkodobé půjčky apod. Alternativní financování v současné době zatím nepředstavuje vážné ohrožení pro klasické bankovní financování, nicméně nemusí tomu tak být v budoucí době.

Riziko substituce produktů lze označit jako relativně nízké. Nicméně je nutné počítat s růstem tohoto rizika v budoucnosti. Pokud shrneme dílčí výsledky analýzy čtyř základních faktorů Porterova modelu 5 sil, docházíme k následujícím výsledkům:

- Vyjednávací síla dodavatelů je vysoká
- Vyjednávací síla odběratelů je vysoká
- Riziko substituce bankovních produktů je v současné době nízké
- Riziko vstupu nových konkurentů do odvětví je poměrně nízké

4.2.2.5 *Konkurence mezi stávajícími podniky v odvětví*

Bankovní sektor v České republice představuje klíčovou součást českého bankovního systému. Jak již bylo řečeno, v současné době na tomto trhu působí 45 komerčních bank. Určíme si nyní faktory, které ovlivňují konkurenční rivalitu v českém bankovním sektoru.

Velké množství bankovních společností, které mají stejnou velikost (dle sumy aktiv a počtu klientů). Na českém bankovním trhu působí čtyři velké banky a 41 malých a středních bank. To znamená, že malé a střední banky představují více než 90 procent z celkového počtu komerčních bank. Jak již bylo řečeno, bariéry pro vstup do odvětví jsou velmi vysoké. Celé odvětví je silně regulováno ze strany ČNB.

Převážná část těchto komerčních bank využívá stejnou strategii. Malé a střední banky nově cílí na malé vesnice a města. Tento trend potvrzuje stále rostoucí počet klientů malých a středních bank a současný pokles klientů největších českých bank. Malé a střední banky také nabízejí nízkonákladové bankovníctví a online bankovní služby. Také sledovaná banka Moneta využívá tuto strategii.

Bankovní produkty se v současné době vyznačují širokou rozdílností. Bankovní společnosti se předhánějí v zavádění nových a inovovaných produktů. Je zde patrný trend, jehož podstatou je využívání nových technologií v bankovních službách. Cílem těchto inovací je šetřit čas a náklady bankovních zákazníků. Tradiční bankovní produkty jsou ohroženy rostoucí konkurencí (např. leasingové společnosti, pojišťovny).

4.3 FATA analýza

V této podkapitole bude provedena tzv. FATA analýza. Pro připomenutí zopakujeme, že se jedná o kombinaci fundamentální analýzy (podkapitoly 4.3.1. až 4.3.3) a technické analýzy, která bude zpracována v rámci finanční analýzy vybrané bankovní společnosti. FATA analýza v sobě zahrnuje postupy, které je možné nalézt i v strategické analýze. Tyto dvě analýzy se tak vzájemně doplňují a překrývají. V první podkapitole bude analyzována makroekonomická situace ve světě a v České republice. Poté bude provedena analýza finančního trhu a bankovního odvětví v České republice. Poslední úroveň fundamentální analýzy, mikroekonomická analýza, bude součástí podkapitoly 4.4. (finanční analýza)

4.3.1 Makroekonomická analýza

4.3.1.1 Globální ekonomická situace

Vývoj globální ekonomiky je nutné analyzovat ze dvou úhlů pohledu. Nejprve zhodnotíme vývoj ekonomik vyspělých západních států. (EU, USA) Tyto země zaznamenaly v letech 2015-2016 částečné zotavení svých ekonomik a vykazují nárůst hodnot ve svých ukazatelích HDP. Ekonomika USA v roce 2016 vykazuje známky přehřátí. Zde je možné uvést příklad značného posílení amerického dolaru či nové rekordy v hodnotě akciového indexu Dow Jones. Tyto události však nemají žádnou fundamentální oporu, lze je přisoudit spekulacím vlivům. Tyto vlivy výrazně zesílily po zvolení nového amerického prezidenta. V této souvislosti je dokonce možné hovořit o bublinovém efektu. V roce 2017 lze proto očekávat postupné oslabování amerického dolaru či pokles hodnot akciových indexů. Tuto spekulaci je možné podpořit v současné době stále rostoucí cenou zlata či kryptoměn.

Při pohledu na ekonomiku Evropské Unie není na místě hovořit o bublinovém efektu či přehřátí ekonomiky. Je však možné identifikovat jiné závažné problémy. Rostoucí politické a ekonomické problémy v některých zemích Evropské unie potvrzují spíše negativní prognózy budoucího ekonomického vývoje. Z ekonomických problémů je vhodné uvést problém rostoucího zadlužování zemí Jižní Evropy (Řecko, Španělsko či Itálie) a pokračující politice kvantitativního uvolňování. Mezi problémy politické lze zařadit očekávaný výsledek voleb ve Francii a rostoucí vliv nacionalistických politických uskupení. Rok 2017 může být pro Evropskou Unii kritickým a případná eskalace již zmíněných ekonomických a politických problémů bude mít zásadní dopad na fungování a vývoj ekonomik států EU.

Pokud analyzujeme ekonomický vývoj v zemích BRICS, můžeme také pozorovat pokles růstu HDP. To platí zejména pro země jako je Čína, Brazílie a Indie. V příštích dvou letech se dá očekávat další zpomalení růstu HDP v těchto zemích. Jedním z důvodů může být rostoucí zadlužení soukromého a veřejného sektoru v těchto zemích. Dále je nutné brát v potaz klesající ceny komodit a rostoucí cenu práce, což je typické pro čínskou ekonomiku. Pokles růstu HDP v těchto zemích bude mít dopad také na ekonomické výsledky vyspělých západních ekonomik. Na světovém hospodářství se země bloku BRICS se budou v příštích letech podílet čím dál výraznějším způsobem.

Současný globální měnový a finanční systém vykazuje známky transformace. Je možné pozorovat klesající význam amerického dolaru v mezinárodních měnových vztazích a nutnost

celkové reformy Mezinárodního měnového systému. Statut světové rezervní měny bude v blízké budoucnosti výsadou nejen amerického dolaru ale také eura a čínské měny.

4.3.1.2 Makroekonomická analýza ČR

Nyní analyzujeme makroekonomickou situaci v České republice. Námi sledovaná banka působí na českém bankovním trhu, proto je nutné poznat situaci v České ekonomice. Výkonnost české ekonomiky posuzujeme dle makroekonomických ukazatelů. Mezi tyto ukazatele patří **reálný růst HDP, průměrná míra inflace, míra nezaměstnanosti a saldo běžného účtu platební bilance**. Data pro analýzu jsou čerpána od ČNB (2017) a ČSÚ (2017).

Ukazatel reálného růstu HDP bude předmětem první dílčí analýzy. V letech 2002 až 2006 můžeme pozorovat rostoucí trend pro ukazatel růstu HDP. V roce 2006 dosáhl ukazatel růstu HDP rekordní hodnoty, kterou se od té doby nepodařilo české ekonomice překonat. V roce 2008 a 2009 můžeme pozorovat výrazné oslabení růstu HDP a propad růstu HDP do záporných hodnot. Příčinnou tohoto poklesu byla celosvětová ekonomická recese, způsobená původně hypotéční krizí. Tento nepříznivý se však České ekonomice podařilo překonat již v roce 2010, kdy můžeme pozorovat opětovný návrat růstu HDP do kladných hodnot. V roce 2012 se růst HDP znovu propadnul do záporných hodnot. Od roku 2014 lze pozorovat růst HDP. Za příčinu tohoto růstu se obvykle označuje politika devizových intervencí ČNB. Predikce růstu HDP pro následující roky se pohybují v rozmezí dvou až tří procent, nicméně dle názoru autora této práce jsou tyto hodnoty poměrně optimistické.

Průměrná míra inflace představuje další důležitý ukazatel výkonnosti české ekonomiky. Česká národní banka využívá od roku 1997 měnově-politický režim pro cílování inflace. V roce 2010 vyhlásila ČNB inflační cíl ve výši 2 procent s tolerančním pásmem $\pm 1\%$. Tento inflační cíl je platný i v současné době. V prvním čtvrtletí roku 2017 byl však tento cíl překročen, což mělo za následek ukončení politiky devizových intervencí v dubnu 2017.

Obecná míra nezaměstnanosti vykazuje v letech 2011 až 2013 hodnoty v rozmezí 7 procent. V roce 2014 dochází k poklesu hodnoty míry nezaměstnanosti. Tato skutečnost byla způsobena pozitivním vývojem české ekonomiky. V letech 2015 a 2016 dosáhla nezaměstnanost rekordně nízkých hodnot. Do roku 2018 lze očekávat, že se tento trend udrží a míra nezaměstnanosti nepřekročí hodnotu 5 procent.

Saldo běžného účtu vykazuje dlouhodobý deficit. Nejvyšší deficitní hodnoty dosáhl v krizovém roce 2010. Chronický deficit běžného účtu byl poprvé překonán v roce 2014. Od tohoto roku je možné pozorovat rostoucí přebytek běžného účtu. Podobný výsledek se dá

očekávat i v roce 2016. Pokud se podíváme na poměr salda k HDP, můžeme pozorovat nejvyšší poměrový deficit v roce 1996. (-6,2%) Po krátké měnové krizi došlo v roce 1999 ke snížení tohoto deficitu. (-2%) V dalších letech je znovu patrné zvyšování tohoto deficitu. V roce 2014 tento poměr konečně dosáhl kladných hodnot. To bylo způsobeno především vývojem obchodní bilance.

Udržování uměle oslabeného kurzu 27 CZK/EUR mělo pozitivní dopad na růst HDP a běžný účet platební bilance. Platební bilance byla příznivě ovlivněna rostoucí hodnotou exportů. Na druhou stranu je však nutné zmínit, že devizové intervence byly spojeny s poklesem kupní síly obyvatel ČR. Nicméně lze říci, že devizové intervence měly pozitivní vliv na uvedené makroekonomické ukazatele.

Tabulka 3 – Makroekonomické ukazatele ČR (zdroj: Ministerstvo financí, 2017)

Rok	Reálný růst HDP	Míra inflace	Míra nezaměstnanosti	Saldo běžného účtu
2002	1,6 %	1,8 %	7,3 %	-5,1 %
2003	3,6 %	0,1 %	7,8 %	-5,7 %
2004	4,8 %	2,8 %	8,3 %	-4,2 %
2005	6,5 %	1,9 %	7,9 %	-0,9 %
2006	7,1 %	2,5 %	7,1 %	-2,1 %
2007	5,5 %	2,8 %	5,3 %	-4,3 %
2008	2,5 %	6,3 %	4,4 %	-1,9 %
2009	-4,7 %	1,0 %	6,7 %	-2,3 %
2010	2,1 %	1,5 %	7,3 %	-3,6 %
2011	2,0 %	1,9 %	6,3 %	-2,1 %
2012	-0,8 %	3,3 %	7,0 %	-1,6 %
2013	-0,5 %	1,4 %	7,0 %	-0,5 %
2014	2,0 %	0,4 %	6,1 %	0,2 %
2015	4,3 %	0,3 %	5,1 %	1,2 %
2016 E	2,7 %	0,5 %	4,7 %	1,2 %
2017 E	2,6 %	1,6 %	4,4 %	-
2018 E	2,4 %	1,8 %	4,2 %	-

4.3.1.3 Monetární politika ČNB

ČNB v minulém období snížila úrokové sazby na minimum, což mělo za následek rostoucí poptávku po hypotečních úvěrech. Sazby hypoték se v roce 2016 pohybovaly na historických minimech. V současné době již sazby hypoték vykazují rostoucí trend. Začátkem roku 2017 se změnila pravidla pro poskytování hypoték. V současné době není možné získat 100 % hypotéku. Od října roku 2016 bylo možné získat pouze hypotéku v 95 % hodnotě a od dubna roku 2017 je to už pouze 90 % hodnoty. Ceny nemovitostí v ČR dosahují aktuálně

velmi vysokých hodnot. Tyto skutečnosti ovlivní hospodaření banky Moneta. Méně hypotečních úvěrů a přísnější podmínky pro jejich získávání se zcela jistě projeví v poklesu výnosu v oblasti aktivních operací banky.

ČNB se v roce 2012 obávala hrozby deflace, proto v tomto roce snížila nominální úrokové sazby na nulu. Jejím cílem bylo vyhnout se deflační pasti. V případě této diplomové práce není na místě posuzovat vhodnost tohoto opatření, ale pouze zjistit jeho dopady na sledovanou banku. Od roku 2013 až do dubna 2017 prováděla centrální banka intervence na devizovém trhu. Navzdory avizovanému ukončení těchto intervencí, původně plánovaném na rok 2015, banka stále udržuje uměle oslabenou domácí měnu. Po skončení devizových intervencí pozorujeme očekávanou krátkodobou vysokou volatilitu měnového páru CZK/EUR. Tyto intervence jsou veřejností vnímány kontroverzně a o jejich účinnosti lze diskutovat. V prvním kvartálu roku 2017 ohlásila ČNB překročení inflačního cíle. Míra inflace poté v dubnu dosáhla hodnoty 2,5 %. Rostoucí inflace bude mít značný dopad na hospodaření bank a na fungování finančního trhu. Devizové intervence byly ukončeny v dubnu 2017. Ve zbývající části roku 2017 lze očekávat kurz CZK/EUR v intervalu 25-26 CZK za EURO.



Obrázek 6 – Vývoj měnového kurzu EUR/CZK (zdroj: finance.cz, 2017)

Důležité bankovní sazby vyhlášené ČNB byly již uvedeny v rámci Porterova modelu 5 sil. Nejdůležitější sazba, 2 T REPO, se od konce roku 2012 pohybuje na takzvané technické nule. Česká národní banka využila k zvolnění měnových podmínek devizové intervence. Umělé oslabení tuzemské měny mělo za následek pokles koupěschopnosti domácí poptávky.

Analyzujeme dále vývoj tržní úrokové míry PRIBOR. Tato sazba se v posledních letech pohybovala na minimálních hodnotách. Vzhledem k současnému vývoji české ekonomiky lze očekávat pozvolný nárůst jak tržní úrokové míry PRIBOR, tak i referenčních sazeb ČNB. Vývoj a predikce těchto sazeb je uvedena v tabulce níže. (ČNB, 2017)

Tabulka 4 – Tržní úrokové míry a měnový kurz CZK/EUR (zdroj: čnb.cz, 2017)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Měnový kurz CZK/EUR	25,16	25,95	27,5	27,21	27,15	26,5	25,8
2T REPO sazba	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,50%	0,70%
3M PRIBOR	1,00%	0,50%	0,40%	0,30%	0,30%	0,90%	1,10%

4.3.2 Odvětvová analýza

4.3.2.1 Finanční sektor v ČR

Český finanční sektor je pod dohledem ČNB, která od roku 2006 kontroluje všechny aktivity na finančním trhu. Současná orientace českého finančního sektoru je dána historickým vývojem, který byl ovlivněn především kupónovou privatizací, společenskými změnami a privatizací bankovního sektoru na počátku 90. let 20. století. To mělo za následek, že v dnešním českém finančním sektoru hraje dominantní roli bankovní sektor, který je téměř výhradně orientován na domácí poptávku.

V porovnání se zeměmi Eurozóny je český finanční sektor zatím poměrně nerozvinutý a málo diverzifikovaný. Jak již bylo zmíněno, velký podíl finančního sektoru představuje bankovní sektor.

Také je zde možné pozorovat nízký podíl ostatních finančních a ne-bankovních aktiv. (pouze 14 % což je dvakrát nižší hodnota, než je průměr EU) To je způsobeno zatím nižším zastoupením například penzijních fondů, životního a neživotního pojištění a nízkou úrovní investiční aktivity do podílových fondů. Příčinou této skutečnosti je konzervativní přístup českých občanů a také negativní zkušenosti s investičními aktivitami v minulosti.

Nicméně, pro český finanční sektor je charakteristický vysoký stupeň důvěry českých občanů, což je dáno stabilní a relativně pevnou měnou. Český finanční sektor také prokázal vysokou odolnost v souvislosti s nedávnou finanční krizí.

4.3.2.2 Bankovní sektor v ČR

Z celkové hodnoty aktiv v českém finančním sektoru připadá téměř 78 % právě na český bankovní sektor. (nezahrnuje aktiva ČNB) Klesající tržní úrokové sazby ovlivňují výnosnost

a ziskovost jak u aktivních, tak i pasivních operací bank. Při pohledu na nízké úrokové rozpětí (spread) je zřejmé, že na českém bankovním trhu je silná konkurence mezi jednotlivými bankovními subjekty. Navzdory nízkým úrokovým sazbám a poměrně vysoké daňové zátěži zůstává český bankovní sektor ziskový. V budoucnosti je však nutné počítat s rizikem dalšího navyšování daňové zátěže pro bankovní společnosti.

Porovnáním ziskovosti českého bankovního sektoru (pomocí ukazatelů ROE a ROA) zjistíme, že zde český bankovní sektor výrazně překonává bankovní sektory v zemích EU. Český bankovní sektor velmi dobře využívá svá aktiva. Dalším ukazatelem, který lze využít pro srovnání jsou takzvané „neúčinné“ půjčky (Non-performing loans, zkráceně NPLs). Tyto půjčky představují vysoké riziko pro bankovní sektor. Nicméně pro český bankovní sektor dosahují hodnoty těchto půjček přibližně 5 až 6 procent, což je hodnota, která je podprůměrem EU. Nízkou úroveň NPLs v českém bankovním sektoru je nutné hodnotit pozitivně. Je nutné dodat, že již zmíněný ukazatel patří v České republice mezi klíčové indikátory finančního zdraví bankovních společností. Český bankovní sektor byl finanční krizí v roce 2008 zasažen pouze nepatrně. Objem toxických derivátových produktů v bilancích tuzemských bank byl minimální. Na tomto místě je nutné ocenit přístup k řízení rizik. Management tuzemských bank se profiloval jako averzní k riziku a zaujal opatrnost ve vztahu k již zmíněným produktům.

Český bankovní sektor je dostatečně likvidní což umožňuje prostřednictvím dluhopisů financovat vládní dluh prostřednictvím dobře fungujícího českého dluhopisového trhu. Od poslední finanční krize v roce 2008 je možné pozorovat myšlenky rozšíření regulace bank. Argumentuje se zde především rizikem infikování celé domácí ekonomiky v případě problémů bankovního sektoru. Česká národní banka průběžně zvyšovala kapitálovou přiměřenost za účelem vyšší ochrany bank a vkladatelů.

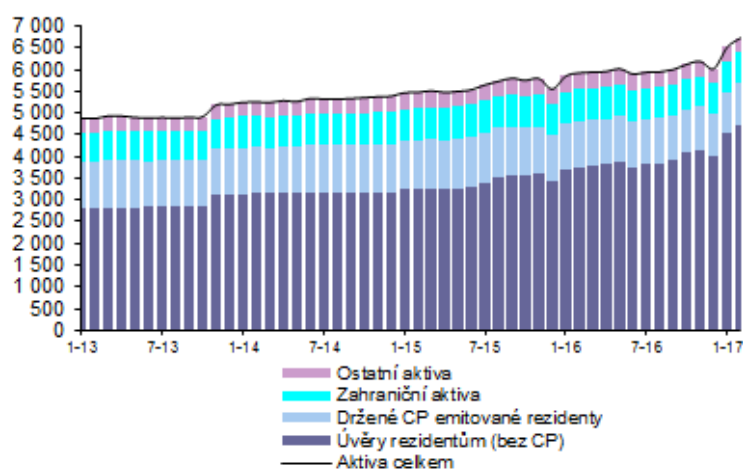
Veškeré výše uvedené skutečnosti odrážejí zdravý charakter bankovního odvětví v České republice. Cílem ČNB v blízké době pravděpodobně nebude další navyšování kapitálové přiměřenosti ale snaha o udržení zdravého charakteru českého bankovního prostředí.

4.3.3 Statistika českého bankovního sektoru

Na závěr uvedme několik statistik, které nám přiblíží charakter českého bankovního sektoru. V únoru 2017 v ČR působilo celkem 45 bank a poboček zahraničních bank (bez ČNB). Bilanční suma bankovního sektoru ČR činila na konci února 2017 6 729 mld. Kč. Dominantní položkou aktivní strany bilance jsou úvěry poskytnuté rezidentům. Jejich objem dosáhl 4

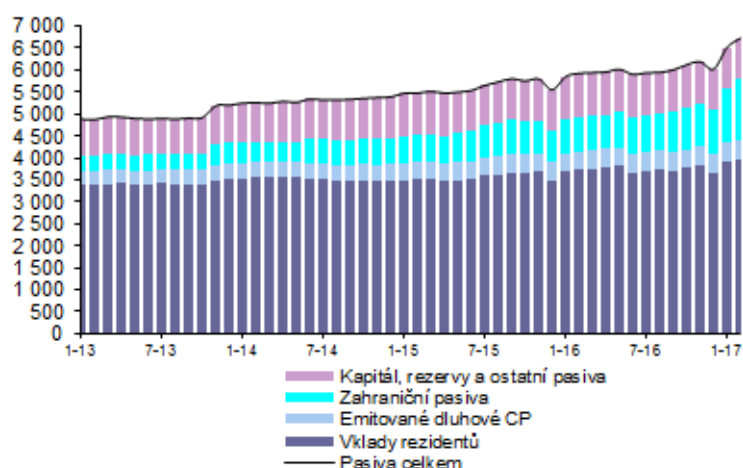
722 mld. Kč. Objem vkladů rezidentů, jež tvoří nejvýznamnější položku pasiv bankovního sektoru, činil 3 946 mld. Kč. Objem úvěrů poskytnutých rezidentským domácnostem v ČR dosáhl v únoru 2017 výše 1 431 mld. Kč.

Pokud jde o účelovou strukturu úvěrů poskytnutých tomuto sektoru, objemově největší položku představují úvěry na bydlení (1 065 mld. Kč v únoru 2017, meziměsíční nárůst o 0,6 %). Ty tvoří 74 % z celkového objemu úvěrů poskytnutých domácnostem. Spotřebitelské úvěry dosáhly ke konci února 221 mld. Kč a meziměsíčně vzrostly o 0,3 %. Přibližně od poloviny roku 2013 dochází k mírnému trvalému poklesu podílu úvěrů se selháním (5,3 % v květnu 2013). V únoru 2017 podíl úvěrů se selháním činil 3,1 %. (ČNB, 2017)



Obrázek 7 – Aktiva českého bankovního sektoru (zdroj: ČNB, 2017)

Mezi úvěry poskytnutými rezidentským nefinančním podnikům v ČR, jejichž objem dosáhl v únoru 2017 výše 990 mld. Kč, mají v členění podle původní doby splatnosti nejvýznamnější podíl dlouhodobé úvěry. V únoru 2017 dosáhl objem dlouhodobých úvěrů hodnoty 559 mld. Kč (56 % z celkového objemu úvěrů poskytnutých tomuto sektoru). Od konce roku 2010 také pozvolna klesá podíl úvěrů se selháním na celkovém objemu úvěrů poskytnutých sektoru nefinančních podniků, z 9 % v prosinci 2010 na 5,2 % v únoru 2017. (ČNB, 2017)



Obrázek 8 – Pasiva českého bankovního sektoru, mld. Kč (zdroj: ČNB, 2017)

4.3.4 Mikroekonomická analýza

Mikroekonomická analýza představuje poslední část fundamentální analýzy. Podstatou mikroekonomické analýzy je analýza **finančních a nefinančních dat**. Tato data budou analyzována v rámci podkapitoly věnované **finanční analýze** (4.4.). Finanční data jsou získávána z výkazů dané bankovní společnosti. Mezi nefinanční data patří například zkušenosti managementu a analýza rizik. Nefinanční data budou analyzována pomocí metody CAMELS. Rizika jsou podrobněji uvedena v rámci **strategické analýzy**.

Jak již bylo uvedeno v teoretické části práce, v rámci mikroekonomické analýzy se hodnotí také **počet akcií podniku** a predikuje se vývoj jejich cen na burze (a to v kombinaci s technickou analýzou, viz další kapitola). Základní burzovní informace o společnosti Moneta Money Bank jsou uvedeny a analyzovány níže. Druhá část této podkapitoly poté analyzuje **tržní fundamenty** vybrané bankovní společnosti.

Banka Moneta působí na regulovaném burzovním trhu, a to v segmentu Prime Market. Zde jsou obchodovány akcie nejvýznamnějších společností na českém burzovním trhu, burze cenných papírů Praha. V současné době tato bankovní společnost vykazuje objem cenných papírů v hodnotě 511 milionů kusů. Tržní kapitalizace je stanovena na 40, 931 mld. CZK. Po projití procesem IPO v květnu 2016 se akcie Monety obchodují na pražské burze cenných papírů. Tyto akcie mají formu zaknihovaných cenných papírů.

Trh	Regulovaný trh
Tržní segment	Prime Market
Typ cenného papíru	Akcie
Název	MONET
Počet cenných papírů	511 000 000
Tržní kapitalizace	40 931,1 mil
Datum zahájení obchodování	06.05.2016
Nominální hodnota	1,000
Forma cenného papíru	Zaknihovaný cp

Obrázek 9 – Základní burzovní informace MONETA Money Bank (zdroj: pse.cz, 2017)

Na obrázku níže jsou uvedeny tržní fundamenty společnosti MONETA Money Bank. Hodnota tržní kapitalizace je zde stanovena k začátku roku 2017, proto se její hodnota liší od předchozího schématu. Ukazatel P/E se pohybuje okolo 11. Tato hodnota je srovnatelná s konkurenty jako je Komerční banka a ERSTE Bank. Moneta také vyplácí dividendy, v roce 2017 je plánována výplata 9,80 Kč na dividend na jednu akcii. Průměrná cílová cena je odhadnuta na 96,86 Kč za akcii. To ale není v současné době příliš reálný odhad. (akcie se dne 13.4. obchodují za 80 Kč/kus) Čistý zisk na akcii představuje v průměru 7,93 Kč. Tato hodnota je v porovnání s největšími konkurenty (KB, ERSTE) poměrně nízká. V tržních fundamentech není zahrnuta Beta. Její hodnotu je proto nutné odhadnout.

Fundamenty	
Tržní kapitalizace	45 172,40
Akcie v oběhu	-
Počet free-float akcií	-
P/E	11,14
EPS (12M klouzavě)	7,93
Dividenda (12M)	9,80
Dividenda	9,80
Den výplaty dividendy	26.6.2017
Ex-dividenda den	12.4.2017
Průměrná cílová cena	96,86
Beta	-

Obrázek 10 – Tržní fundamenty společnosti MONET Money Bank (zdroj: patria.cz, 2017)

4.4 Finanční analýza – metoda CAMELS

4.4.1 Kapitálová přiměřenost

Společnost Moneta, stejně jako každá banka působící na českém bankovním trhu, podléhá přísné regulaci ze strany Česká národní banky a světových bankovních institucí. Bankovní společnost Moneta se musí řídit pravidly, které stanovují směrnice CRD-IV a CRR. Tyto požadavky jsou neustále upravovány a aktualizovány. V současné době probíhá implementace pravidel Basel III, které stanovují nový požadavek na kapitálovou přiměřenost. Postupně bude navyšován požadavek na výši kapitálových zdrojů, určených ke krytí úvěrových, tržních a operačních rizik. Základní kapitál bankovních společností bude povinně navýšen o konzervační a proti-cyklický polštář. Předpokládá se požadavek na kapitálovou přiměřenost ve výši 13 %. Společnost Moneta tento požadavek v současné době snadno splňuje. Je možné pozorovat, že se ve sledovaném období výše kapitálu TIER1 snížila, a to z 30 % na 20,5 %. V předchozích letech se hodnota TIER1 pohybovala vysoko nad požadovanou úrovní. Nicméně i tato hodnota představuje velmi dobrou úroveň klíčového kapitálu banky. Vývoj tohoto kapitálu je uveden v tabulce níže.

Tabulka 5 – Kapitálová přiměřenost banky Moneta (vlastní zpracování)

Kapitálová přiměřenost - MONETA	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál/Celková aktiva	28,3%	29,7%	19,9%	18,3%
CET1, poměr	27,1%	30,0%	17,7%	20,5%
TIER1 kapitál, poměr	27,1%	30,0%	17,7%	20,5%
Celková kapitálová přiměřenost	27,1%	30,0%	17,7%	20,5%

V roce 2014 byly vyplaceny vlastníkům této banky dividendy, a to ve výši 19,7 miliard CZK. Uvedme ještě krátkou poznámku k položce TIER1 kapitálu. TIER1 kapitál představuje vysoce kvalitní kapitál, který je pro každou bankovní společnost velmi důležitý. V následujících letech se proto dá očekávat udržení, či mírné navýšení, podílu tohoto kapitálu. Management banky pravděpodobně nepřipustí snižování kmenového kapitálu pod úroveň roku 2015. ČNB může v příštím období navyšovat požadavek na kapitálovou přiměřenost, a to i nad rámec směrnic CRD-IV a CRR. Dle počtu klientů, je společnost Moneta čtvrtou největší bankou působící v ČR. Pravděpodobně tedy bude také více sledována regulátorem trhu.

4.4.2 Kvalita aktiv

V případě druhého parametru metody CAMELS, kvality aktiv, je prvním analyzovaným ukazatelem podíl půjček a úvěrů klientům k celkovým aktivům banky. Více než 70 % aktiv

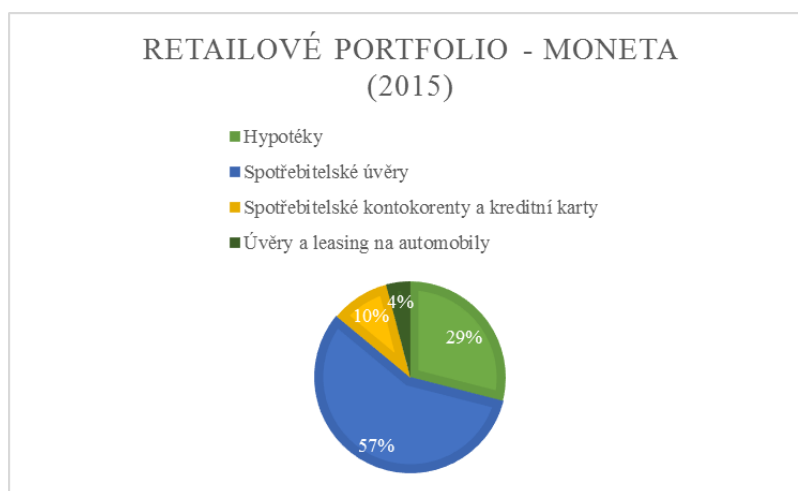
představují pohledávky ke klientům. Hodnota tohoto ukazatele vykazuje ve sledovaném období rostoucí trend. V roce 2015 vykazuje tento ukazatel hodnotu 77,43 %. Pokud porovnáme tento hodnoty tohoto ukazatele s konkurenční ČSOB (60,59 %) a KB (59,74 %), zjišťujeme, že podíl těchto pohledávek je v případě Monety výrazně vyšší než u její konkurence.

Tabulka 6 – Podíl úvěrů a půjček na aktivech banky (vlastní zpracování)

Podíl úvěrů na celkových aktivech	2013	2014	2015
Moneta	72,42%	74,75%	77,43%
KB	54,76%	51,90%	59,74%
ČSOB	49,38%	58,53%	60,59%

Celkový objem půjček a úvěrů vykazuje ve sledovaném období rostoucí trend, navzdory poměrně stabilnímu počtu klientů. Tuto skutečnost lze hodnotit pozitivně. Objem poskytnutých úvěrů byl ovlivněn výší bankovních úrokových sazeb a hospodářským cyklem. Lze říci, že ve sledovaném období vzrostl zájem klientů o čerpání půjček a úvěrů.

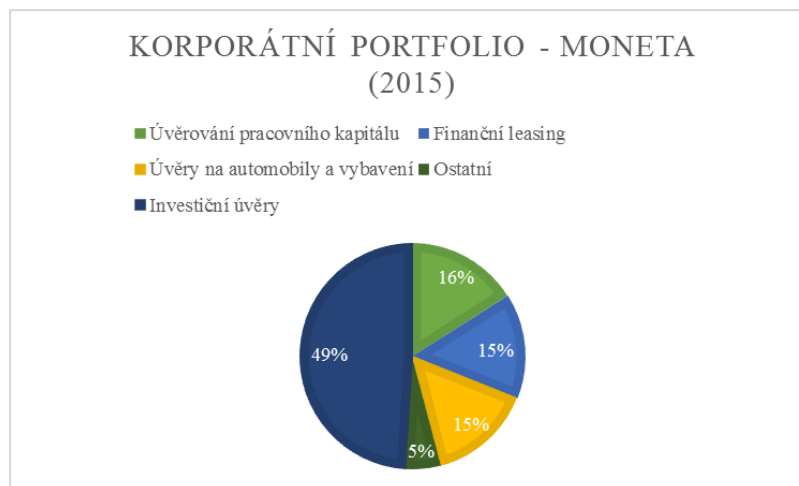
Retailové úvěrové portfolio se skládá především ze spotřebitelských úvěrů (57 %), následovaných hypotékami (29 %) a kontokorenty (10 %). Takto poskládané portfolio je možné označit jako relativně vyvážené. Nezajištěné úvěry představují podíl 67 % z celkového objemu poskytnutých úvěrů. Zbývající podíl připadá na zajištěné úvěry.



Obrázek 11 – Retailové úvěrové portfolio (vlastní zpracování)

V případě korporátního úvěrového portfolio, zde nejvyšší zastoupení zaujímají investiční úvěry (49 %), následované úvěry na provozní financování (16 %), finančním leasingem na dlouhodobý majetek (15 %) a úvěry na financování vozidel (15 %). Ostatní typy úvěrů představují zanedbatelný podíl. Úvěrové portfolio, ve kterém dominují investiční úvěry je po-

měrně citlivé na hospodářský vývoj ekonomiky. Rizikovitost těchto úvěrů vzrůstá s případným příchodem hospodářské recese. Riziko vyplývající ze zahraničních aktivit je v případě sledované banky minimální.



Obrázek 12 – Korporátní úvěrové portfolio (vlastní zpracování)

V rámci celkové analýzy úvěrového portfolia je také nutné, zaměřit se na riziko bankrotu klientů. Počet osobních a firemních bankrotů vykazuje od roku 2014 sestupný trend. V tomto ohledu bylo nejvíce kritické období mezi lety 2011 až 2013, kdy se jednotlivci i společnosti potýkali s následky hospodářské recese a nepříznivého vývoje české ekonomiky. Tento klesající trend by měl pokračovat i v roce 2017 a 2018. Nicméně je možné, očekávat zpomalení tohoto trendu a poté jeho možné otočení. To je dáno skutečností, že se české domácnosti a podniky v posledním roce výrazně zadlužují. Aktuálně nižší počet bankrotů pozitivně ovlivňuje kvalitu aktiv sledované bankovní společnosti. (ČSÚ, 2017)

Tabulka 7 – Kvalita aktiv (vlastní zpracování)

Kvalita aktiv - MONETA	2013	2014	2015	2016
Podíl nevýkonných úvěrů	14,80%	12,90%	11,70%	6,30%
Nevýkonné úvěry - krytí	83,80%	83,00%	84,00%	82,50%
Likvidní aktiva / Celková aktiva	24,80%	22,80%	20,60%	22,90%

Kvalitu aktiv banky Moneta je dále možné analyzovat pomocí vývoje opravných položek k poskytnutým úvěrům. Výše opravných položek byla v letech 2014 a 2015 záporná, což lze hodnotit pozitivně. Také podíl ztrátových a rizikových úvěrů vykazuje klesající trend. V roce 2015 činí podíl těchto úvěrů 11,7 %. Dalším klíčovým ukazatelem je zde podíl rizikově vážených aktiv na celkových aktivech banky. Rizikově vážená aktiva banky Moneta představují přes 90 % hodnoty z celkových aktiv. Je zde patrný klesající trend tohoto ukazatele, což

lze hodnotit pozitivně. V případě banky Moneta je však jeho vyšší než u konkurence. Ukazatele krytí znehodnocených úvěrů a celkového krytí se pohybují na stabilní úrovni.

Tabulka 8 – Podíl rizikově vážených aktiv (vlastní zpracování)

Rizikově vážená aktiva / Aktiva	2013	2014	2015
Moneta	90,22%	86,89%	90,38%
KB	43,26%	40,30%	44,07%
ČSOB	36,88%	40,28%	36,78%

Tabulka 9 – Retailové úvěrové portfolio, absolutní hodnoty (vlastní zpracování)

Úvěrové portfolio MONETA Money Bank	2012	2013	2014	2015
Spotřebitelské kontokorenty a kreditní karty	7 971	7 363	6 399	5 407
Spotřebitelské úvěry	33 418	31 805	30 407	30 526
Hypotéky	19 693	17 640	16 850	15 387
Komerční úvěry	33 140	34 629	36 040	38 340
Leasingy na automobily a vybavení	243	117	7 461	8 038
Půjčky na automobily a vybavení	5 619	5 132	9 400	10 274
Ostatní půjčky	1 418	807	640	465
CELKEM	101 502	97 493	107 197	108 437

4.4.3 Kvalita managementu

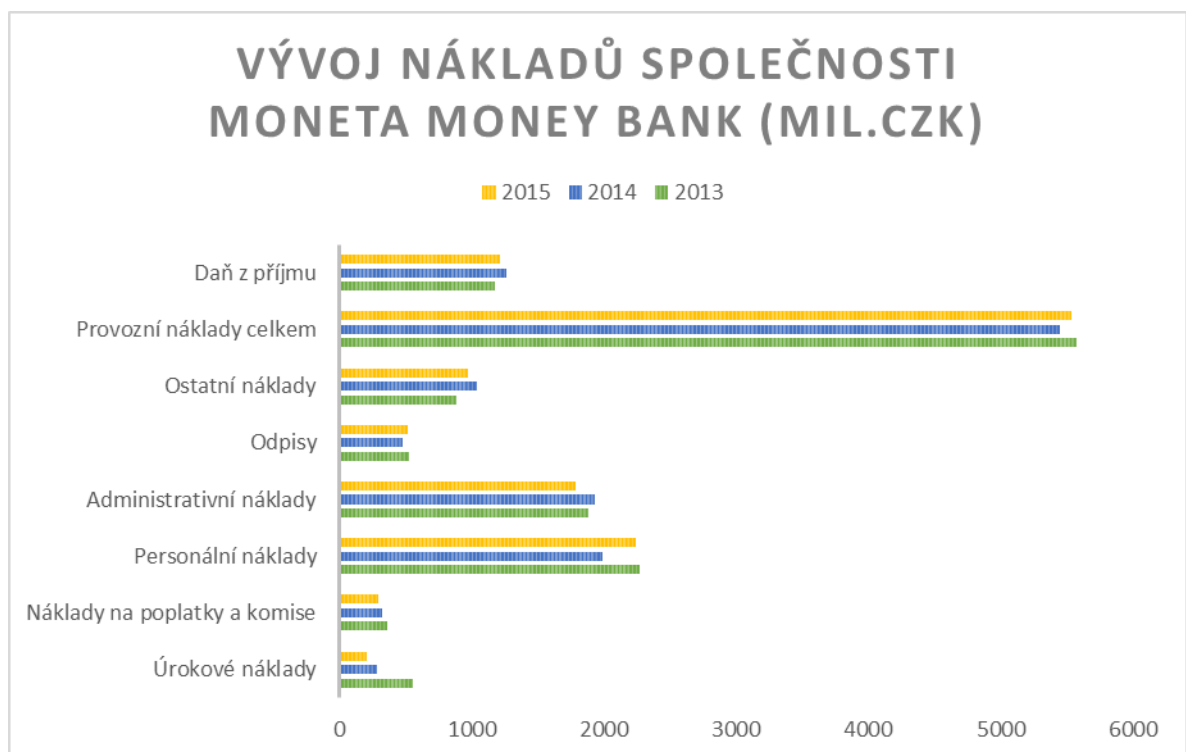
V současné době, kdy je na českém bankovním trhu silná konkurence, není možné zvyšovat výsledek hospodaření banky pomocí navýšování úroků, poplatků a provizí. Management banky Moneta se proto musí soustředit především na řízení nákladových položek. To znamená přijetí modelu, jehož podstatou je důsledné řízení nákladů banky. V této oblasti lze pozorovat snižující se provozní náklady. Jejich významnou část tvoří personální náklady, které vykazují spíše sestupný trend. Další důležitou položkou jsou zde administrativní náklady. Tyto se ve sledovaném období také snižovaly. Rovněž vyplacené úroky, náklady na poplatky a komisionální náklady vykazují sestupný trend. Naopak ostatní provozní náklady mírně rostly. Snahu o snižování provozních nákladů je možné hodnotit jako úspěšnou. Porovnání vývoje nákladových položek je zobrazeno na obrázku, uvedeném na další straně.

Tabulka 10 – Srovnání počtu klientů bank (vlastní zpracování)

Počet klientů (tisíce)	2013	2014	2015
Moneta	1023	1005	1001
KB	1589	1626	1647
ČSOB	2947	2855	2831

Při pohledu na aktivní a pasivní bankovní produkty je patrná snaha managementu banky, držet krok s konkurencí. Nabízené produkty zohledňují aktuálně silnou konkurenci v bankovním sektoru. Mezi tyto produkty patří například běžné účty bez poplatků nebo flexi-hypotéky s velmi nízkým úrokem. Produkty a služby jsou pravidelně inovovány. Moneta je držitelem prvního místa v soutěži Bankovní inovátor. Velmi dobře jsou hodnoceny především služby související s internetovým bankovníctvím.

Důležitým ukazatelem kvality managementu banky je hodnocení činnosti banky z vnějšího prostředí. Moneta získala za své produkty a služby prestižní ocenění v soutěži Zlatá koruna. Dále je držitelem ocenění ze strany veřejnosti. V roce 2013 byla tato banka oceněna za svůj produkt, progresivní krátkodobý fond. Získaná ocenění zlepšují povědomí o bance a jejich dosažení je vizitkou dobré práce managementu. Přejmenování banky, v roce 2016, bylo spojeno s výraznou reklamní kampaní, takže povědomí o nově vzniklé Moneta Money Bank, a.s. je na dostatečné úrovni. I přes zvyšující se podíl malých a středních bank na českém bankovním trhu, se Monetě podařilo udržet svou klientskou základnu bez větších ztrát. (cca 1 mil. klientů v roce 2015) Tuto skutečnost je nutné hodnotit kladně. Kvalita managementu banky je tedy na velmi dobré úrovni.



Obrázek 13 – Vývoj nákladových položek společnosti Moneta (vlastní zpracování)

4.4.4 Kvalita zisku

Analýzou provozního zisku banky Moneta je možné zjistit, že jeho největší část tvoří výnosy z poskytnutých úvěrů. (72,4 %) Výnosy z poplatků a provizí pak představují další významný podíl. Tyto výsledky jsou srovnatelné s vybranou konkurencí. Provozní zisk banky je závislý především na výnosu z poskytnutých úvěrů. Lze pozorovat jeho klesající trend. Také výnosy z provizí a poplatků vykazují klesající tendenci. Důvodem je silná konkurence v českém bankovním sektoru, klesající úrokové sazby. V retailovém sektoru je patrný trend přechodu k nízkonákladovým bankám. Snaha o vyšší konkurenceschopnost vůči těmto bankám je jednou z příčin klesajících výnosů z bankovních poplatků.

Tabulka 11 – Podíl výnosů z poplatků k výnosům z úroků (vlastní zpracování)

Poměr výnosů z poplatků a úroků	2013	2014	2015
Moneta	32,13%	28,49%	25,09%
KB	33,37%	31,52%	34,00%
ČSOB	24,76%	26,14%	28,66%

Moneta nabízí vedení účtu pro aktivní klienty zdarma. V budoucnu je možné predikovat klesající příjmy z poplatků a provizí. Sledovaná banka se vydává cestou kompletní elektronizace, která bude spojena s nižšími výnosy z bankovních poplatků ale také s úsporou v některých nákladových položkách.

Další významnou nákladovou položkou, která pohlcuje část dosaženého zisku jsou daně. Zaplacená daň z příjmu vykazuje rostoucí tendenci. V budoucnosti je možné očekávat rostoucí daňové zatížení. Moneta také vykazuje rostoucí úroveň čistého zisku. Tento trend je patrný u většiny konkurenčních bank. Čistý zisk byl ovlivněn především snižováním provozních nákladů. Na druhou stranu, sledovaná banka vykazuje vyšší úrokové rozpětí (spread) než sledované konkurenční banky.

Tabulka 12 – Úrokové rozpětí (vlastní zpracování)

Kalkulace úrokového rozpětí	2013	2014	2015
Celkové úrokové příjmy z poskytnutých úvěrů	10275	9558	9428
Průměrný stav poskytnutých úvěrů	99497,5	102345	107817
Úrokové výnosy (%)	10,33%	9,34%	8,74%
Celkové úrokové náklady na finanční závazky	557	285	212
Průměrný stav depozit od klientů a bank	95543	95508,5	103120
Úrokové náklady (%)	0,59%	0,29%	0,19%
Úrokové rozpětí MONETA	9,73%	9,05%	8,55%
Úrokové rozpětí Komerční Banka	5,30%	5,05%	4,38%
Úrokové rozpětí ČSOB	5,38%	4,88%	4,27%

Tabulka 13 – Čistá úroková marže (vlastní zpracování)

Čistá úroková marže	2013	2014	2015
Moneta	5,36%	2,95%	2,23%
KB	2,80%	2,56%	2,43%
ČSOB	2,38%	2,50%	2,94%

Rostoucí hodnoty ukazatele poměru celkových nákladů k celkovým výnosům mají negativní vliv na kvalitu zisku. Podobné výsledky je možné pozorovat také u konkurenčních bank. Čistá úroková marže je vyšší než u KB, současně je však výrazně nižší než u ČSOB. To je dáno především skladbou úvěrového portfolia.

Tabulka 14 – Poměr nákladů k výnosům (vlastní zpracování)

Poměr nákladů k výnosům (CIO)	2013	2014	2015
Moneta	41,10%	43,13%	45,72%
KB	42,56%	42,59%	44,60%
ČSOB	47,46%	47,64%	48,21%

Hodnoty ukazatele ROAE (rentability průměrného vlastního kapitálu) jsou v případě sledované banky nižší než u konkurenční ČSOB. V roce 2015 tento ukazatel dosáhl hodnoty 12,80 %. Je zde však patrný rostoucí trend. Naopak konkurenční banky vykazují v rámci ukazatele ROAE sestupný trend. Dále byl analyzován ukazatel ROE v rámci DuPont analýzy, a to pro společnost Moneta, za rok 2015. Tento ukazatel je uveden v příloze.

Tabulka 15 – Rentabilita průměrného vlastního kapitálu (vlastní zpracování)

Rentabilita průměrného vlastního kapitálu	2013	2014	2015
Moneta	11,82%	10,37%	12,80%
KB	13,09%	12,95%	12,22%
ČSOB	18,20%	16,40%	16,40%

Tabulka 16 – Rentabilita průměrných aktiv (vlastní zpracování)

Rentabilita průměrných aktiv	2013	2014	2015
Moneta	3,20%	3,00%	3,20%
KB	1,52%	1,43%	1,38%
ČSOB	1,53%	1,40%	1,49%

4.4.5 Likvidita

Bankovní společnost Moneta představuje typického zástupce českého bankovního sektoru, což znamená, že se jedná o relativně likvidní a stabilní bankovní společnosti.

Prvním analyzovaným ukazatelem je zde poměr úvěrů k vkladům (resp. depozitům). Tento ukazatel se ve sledovaném období pohyboval nad úrovní 100 %, což značí převahu poskytnutých půjček nad vybranými vklady. Pozitivně lze hodnotit klesající trend tohoto ukazatele a jeho pokles na hodnotu 99,7 % v roce 2015. Pro sledovanou bankovní společnost bude vhodné nadále snižovat hodnoty tohoto ukazatele a přiblížit se tak hodnotám, které vykazují konkurenční banky. U Komerční banky lze pozorovat, že poměr půjček ke vkladům se pohybuje okolo 70 %. V případě ČSOB je to přibližně 75 %. I přes uvedené výhrady, je hodnota tohoto ukazatele stále na velmi dobré úrovni, v porovnání s průměrem tohoto ukazatele pro ostatní banky v Evropské unii.

Tabulka 17 – Podíl úvěrů k depozitům, (vlastní zpracování)

Poměr úvěrů k depozitům	2013	2014	2015
Moneta	104,11%	110,51%	99,76%
KB	72,88%	70,48%	79,92%
ČSOB	75,90%	76,40%	79,90%

Negativně lze hodnotit skutečnost, že klesá podíl likvidních aktiv banky. V roce 2015 představují tato aktiva 20,6 % z celkové hodnoty aktiv.

Zaměřme nyní pozornost na zdroje externího financování. 96,9 % vkladů pochází od klientů. V roce 2015 představují tyto vklady 108,698 miliard CZK. Nejvyšší podíl představují vklady na viděnou následované termínovanými vklady a spořicími účty. Tímto se dostáváme k dalšímu významnému riziku, a to je náhlý, hromadný výběr vkladů. Velké množství prostředků, umístěných ve vkladech na viděnou, představuje pro sledovanou banku riziko. Avšak český bankovní sektor je možné považovat za zdravý a stabilní, proto není tato „černá labuť“ pravděpodobná. Také důvěra klientů v bankovní sektor je v tuzemské ekonomice poměrně vysoká. V blízké budoucnosti proto není pravděpodobné, očekávat tendence k hromadným výběrům, případně významnou ztrátu důvěry v bankovní společnost Moneta.

Tabulka 18 – Podíl vkladů na celkových závazcích (vlastní zpracování)

Podíl vkladů na celkových závazcích	2013	2014	2015
Moneta	96,96%	96,22%	96,88%
KB	84,59%	83,18%	84,86%
ČSOB	67,04%	76,81%	71,85%

4.4.6 Senzitivita

Úvěrové portfolio banky je citlivé na změnu úrokových sazeb a vývoj aktuálního hospodářského cyklu. Současně nastavené tržní úrokové sazby jsou udržovány na minimech, což negativně ovlivňuje výnosnost poskytnutých úroků. Ve sledovaném období je možné pozorovat snižující se úrokový výnos. Při pohledu na úvěrové portfolio banky Moneta, rozlišené dle hospodářských odvětví, je patrné, že nejvyšší podíl úvěrů (30 %) je v sektoru zemědělství. Je to logické, neboť společnost Moneta Money Bank je nástupcem bývalé Agrobanky. Zemědělství lze považovat za neutrální odvětví. Zároveň se však jedná o odvětví se sezónním charakterem. Dalšími významně zastoupenými odvětvími jsou zde sektor služeb (18 %) a sektor dopravy (11 %). Vzhledem ke skutečnosti že pouhé tři sektory představují téměř 60 % úvěrů, nelze hovořit o rovnoměrné diverzifikaci poskytnutých úvěrů, v rámci těchto odvětví. Také lze pozorovat, že v cyklických odvětvích je umístěno 61 % úvěrů a v odvětvích neutrálních je to 39 %. Přehled úvěrového portfolia dle odvětví je uveden v příloze.

Další zajímavou skutečností je nárůst vlastnictví státních dluhopisů v aktivech banky. Jejich hodnota vzrostla ve sledovaném období o 64 %. Opačný trend vykazuje objem držených státních pokladničních poukázek. Jejich hodnota byla ve sledovaném období snížena o téměř 90 %. Nárůst podílu dlouhodobých státních dluhopisů výrazně zvyšuje citlivost na změnu úrokových sazeb. V současné době je možné považovat tržní úrokové sazby za stabilní, nicméně vzhledem k aktuálnímu přehřátí české ekonomiky je pravděpodobné budoucí zvyšování úrokových sazeb ze stran ČNB. Tato skutečnost potom může negativně ovlivnit výsledek hospodaření českých bankovních společností. Tento problém se ovšem netýká pouze sledované banky. Držbu velkého množství dlouhodobých státních dluhopisů je možné pozorovat i u ostatních bank v České republice.

Tabulka 19 – Vývoj držby státních CP, Moneta (vlastní zpracování)

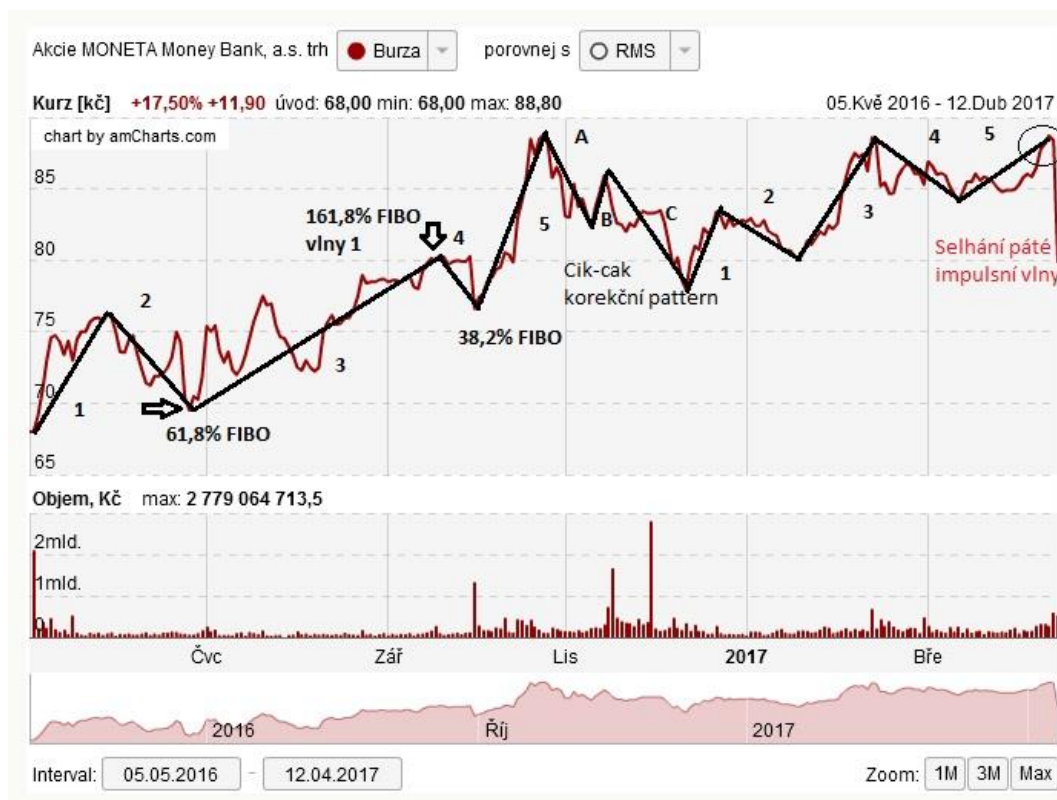
Vývoj držby státních cenných papírů, CZK mil.	2013	2014	2015
Pokladniční poukázky	15787	11811	1557
Státní dlouhodobé dluhopisy	7017	8559	11563
Celkem	22804	20370	13120

4.4.7 Technická analýza akcií – Elliottovy vlny

Pro analýzu vývoje cen akcií lze využít metody technické analýzy. V tomto případě byla provedena Elliottovy vlnová analýza. Akcie společnosti Moneta Money Bank se v k 12. 4.

2017 obchodují za 79,90 Kč za kus. To představuje značný propad oproti přechozím hodnotám z minulých dnů (propad o 10 procent). Cena akcií se v současné době nachází na páté impulsní vlně. Tato případová studie jen potvrzuje nevyzpytatelnost pátých impulsních vln. Pokud se cena akcií nachází na páté impulsní vlně, je nejlepším řešením neprovádět žádné investiční aktivity spojené s těmito akciemi. V této práci bohužel není prostor k popsání podstaty a pravidel Elliottovy vlnové teorie. Podrobnější informace lze nalézt například ve zdroji: Sadil (2016)

V případě, že by pátá impulsní vlna neselhala, mohla se cena akcie společnosti MONETA vyšplhat až cílovou tržní cenu. Výše této ceny bude uvedena v projektové části práce. Elliottova vlnová analýza akcií banky MONETA je uvedena na obrázku níže. Jedná se o ruční výpočet, který je pouze orientační. Výsledky Elliottovy vlnové analýzy je vždy nutné porovnat s výsledky fundamentální analýzy daného podniku.



Obrázek 14 – Elliottova vlnová analýza (vlastní zpracování, zdroj grafu: kurzy.cz)

4.5 Predikce finančních plánů

V této fázi je nutné provést predikci budoucích ekonomických dat. Tato data představují vstup do valuačních modelů, uvedených v projektové části. Odhad těchto hodnot je proveden prostřednictvím modelu ROE, který bude pro nás základním opěrným bodem.

4.5.1 Model ROE

Podstatou tohoto modelu je odhad parametru rentability vlastního kapitálu. Je možné také využít jeho modifikovanou podobu, kdy uvažujeme průměrný vlastní kapitál (ROAE). Tento model není příliš obtížné sestavit a dle zkušeností autorů jako Gladiš (2014), lze tento model poměrně úspěšně aplikovat v investiční praxi.

Model ROE je tabulkově zobrazen níže. Popíšme si nyní všechny postupné kroky, které je v tomto modelu nutné vyřešit. Pro danou bankovní společnost nejprve odhadneme budoucí hodnotu ROE. To můžeme provést zprůměrováním hodnot ROE z minulých let. V budoucích letech lze očekávat, že hodnota se hodnota tohoto ukazatele bude pohybovat v rozmezí této hodnoty. Není tedy nutné predikovat ROE pro každý rok zvlášť, postačí pouze průměrná hodnota pro celé období (zde 2017-2021).

Pokud daná bankovní společnost dosáhla v roce 2016 hodnoty ukazatele ROAE 14,43 %, znamená to, že její čistý zisk (EAT) představoval 14,43 % hodnoty průměrného vlastního kapitálu. Společnost tedy dosáhla určitého zisku, který byl následně rozdělen ve formě dividend. Zde narážíme na další problém, a to určení takzvaného výplatního poměru. Jde o stanovení poměru dělení zisku mezi výplatu dividend a zadržením zisk v dané společnosti. V případě minulých dat je to jednoduché, pokud byl v roce 2016 dosažen čistý zisk v hodnotě 3935 mil. CZK a na dividendách bylo vyplaceno 4506 mil. CZK byl výplatní poměr 114,5 %. Takto vysoká hodnota je typická pro bankovní společnosti. Mnohem obtížnější je určit výplatní poměr pro budoucí hodnoty. Zde je možné odkázat na výroční zprávu banky MONETA, kde management banky uvádí svůj záměr udržovat v příštích letech výplatní poměr v rozmezí 70 % až 110 %. Pokud tyto hodnoty zprůměrujeme, získáváme hodnotu výplatního poměru ve výši 90 %. Tuto hodnotu lze podpořit i skutečností, že dlouhodobý výplatní poměr vyšší než 100 % není udržitelný. Banka nemůže dlouhodobě vyplácet více dividend, než jaký byl její čistý zisk. Dá se předpokládat, že v některých letech bude tento výplatní poměr vyšší než 100 %. Nadstandartní výplatní poměr v letech 2015 a 2016 byl způsoben korekcí vlastního kapitálu. Předpokládám, že sledovaná banka nebude další korekce ve vlastním kapitálu provádět. Bankovní společnosti jsou, jak již víme, výrazně regulovány ze strany ČNB, a proto nelze očekávat další snižování hodnot vlastního kapitálu. Hodnotu průměrného výplatního průměru ve výši 90 % lze proto považovat za realistickou.

Tabulka 20 – Model ROE

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EAT	4259	4180	4506	3935	3299	3339	3381	3422	3465
Průměrný VK	36017	40315	35211	27270	26698	27028	27362	27700	28042
ROAE ukazatel	11,82%	10,37%	12,80%	14,43%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%
Průměrné ROAE	12,36%								
Výplatní poměr	90%								
Vyplacené dividendy	0	0	19700	4506	2969	3005	3042	3080	3118
Tempo růstu dividend (g)	1,012%								

Naši predikci pro rok 2017 začneme u položky průměrného vlastního kapitálu. Vzhledem k vysokému výplatnímu poměru v roce 2016 lze očekávat snížení jeho hodnoty, a to o rozdíl mezi ziskem v roce 2016 a vyplacenými dividendami. (tj. snížení o 572 mil. CZK) Jak již bylo uvedeno výše, v roce 2017 očekáváme hodnotu ROAE ve výši 12,36 %. Výplatní poměr byl určen v hodnotě 90 %. Pomocí těchto zadaných informací můžeme vypočítat zbývající neznáme v tomto modelu. První neznámou je zde hodnota čistého zisku (EAT), kterou zjistíme ze vztahu pro rentabilitu vlastního kapitálu. ($X / 26\,698 = 12,36\%$) Tímto výpočtem získáváme hodnotu čistého zisku ve výši 3299 mil. CZK. Dále je nutné vypočítat očekávanou vyplacenou dividendu. Požadovanou hodnotu zjistíme tak, že vynásobíme daný EAT očekávaným výplatním poměrem. ($3299 \cdot 0,9$) Zjišťujeme tak, že v roce 2017 by na dividendách mělo být vyplaceno 2969 mil. CZK. Pro zbývající predikované roky lze využít identické řešení. Postupně tak získáme všechny požadované hodnoty, uvedené v tabulce výše. Pro účel valuace dané bankovní společnosti je nutné, určit hodnotu očekávaného tempa růstu dividend. Tento parametr, označovaný jako g, dosahuje hodnoty 1,012 %. Znovu připomeňme, že se jedná o průměrný odhad tempa růstu hodnoty dividend.

4.5.2 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Aby bylo možné valuaci daného podniku provést, je nutné predikovat budoucí podobu účetních výkazů. V případě konstrukce budoucího výkazu zisku a ztráty se vychází z hodnoty zisku po zdanění, který se převezme z modelu ROE. Lze říci, že predikování výkazu zisku a ztrát začínáme takzvaně od konce. Následující body nám zdůvodní, jak byly dané položky odhadnuty.

- Daň z příjmu korporací: očekává se stávající hodnota 19 %. Vzhledem k očekávanému ekonomickému vývoji ČR není příliš pravděpodobné, očekávat pokles daňových sazeb. Existuje však riziko, že bude daňová zátěž pro bankovní společnosti zvýšena, nicméně tato možnost se zatím nejvíce jeví jako pravděpodobná.

- Úplný výsledek hospodaření byl zjištěn odečtem očekávaných oceňovacích položek a odložené daně. Tyto hodnoty byly odhadnuty na základě klouzavého průměru, vycházejícího z minulých ekonomických dat. Jejich hodnota je zanedbatelná, proto je možné využít tento jednoduchý postup.
- Provozní nákladové položky byly navýšeny v průměru o 1 procento. Lze očekávat růst mzdových sazeb pro zaměstnance. Dle výroční zprávy společnosti MONETA se očekávají dodatečné náklady na elektronizaci bankovníctví a s tím související služby. Na druhou stranu, vzhledem k vysoké konkurenci v bankovním sektoru využívá sledovaná banka model minimalizace nákladových položek. Tím, že společnost důsledně řídí své náklady, neočekávám navýšování nákladových položek o více než právě 1 procento.
- Výnosy z dividend a ostatní provozní výnosy byly vzhledem k jejich zanedbatelné hodnotě odhadnuty na základě klouzavých průměrů.
- V položce výnosů a nákladů z poplatků a provizí lze očekávat další snižování těchto hodnot. Zde je možné zdůraznit závěry strategické analýzy a zprávu o vývoji bankovního odvětví a jeho současné trendy. (snižování poplatků pro klienty apod.)
- Poslední položku představují nákladové a výnosové úroky. Zde opět vycházíme ze strategické analýzy. V posledních letech se úrokové sazby v České republice nacházely na minimálních hodnotách. Tato situace není však vzhledem k současnému vývoji české ekonomiky udržitelná, proto lze očekávat navýšování nákladových a výnosových úroků okolo 1 procenta ročně. V podstatě lze očekávat opačný vývoj těchto položek oproti vývoji v letech 2012 až 2016.

Tabulka 21 – Plánovaný výkaz zisku a ztrát (vlastní zpracování)

CZK mil.	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Výnosy z úroků a podobné výnosy	10 385	9 670	9 522	8 494	8 579	8 665	8 751	8 839	8 927
Náklady na úroky a podobné náklady	-557	-285	-212	-189	-191	-193	-195	-197	-199
Čistý výnos z úroků	9 828	9 385	9 310	8 305	8 388	8 472	8 557	8 642	8 729
Výnosy z poplatků a provizí	3 523	3 004	2 631	2 267	2 244	2 222	2 200	2 178	2 156
Náklady na poplatky a provize	-365	-330	-295	-306	-303	-300	-297	-294	-291
Čistý výnos z poplatků a provizí	3 158	2 674	2 336	1 961	1 941	1 922	1 903	1 884	1 865
Výnosy z dividend	8	9	9	26	13	14	16	17	15
Čistý zisk z finančních operací	413	389	324	598	431	436	447	478	448
Ostatní provozní výnosy	167	174	123	168	158	156	151	158	156
Provozní výnosy celkem	13 574	12 631	12 102	11 058	10 931	10 999	11 073	11 179	11 212
Náklady na zaměstnance	-2 275	-1 991	-2 243	-2 263	-2 465	-2 472	-2 482	-2 502	-2 497
Správní náklady	-1 887	-1 933	-1 792	-2 022	-2 145	-2 151	-2 160	-2 178	-2 173
Odpisy majetku	-531	-479	-520	-310	-517	-519	-521	-525	-524
Ostatní provozní náklady	-886	-1 045	-978	-489	-955	-958	-961	-969	-967
Provozní náklady celkem	-5 579	-5 448	-5 533	-5 084	-6 176	-6 185	-6 199	-6 245	-6 217
Zisk před zdaněním a ztrátou ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	7 995	7 183	6 569	5 974	4 756	4 815	4 874	4 934	4 995
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	-2 554	-1 742	-849	-927	-831	-841	-851	-862	-872
Zisk za účetní období před zdaněním	5 441	5 441	5 720	5 047	3 925	3 974	4 023	4 073	4 123
Daň z příjmu	-1 182	-1 261	-1 214	-993	627	634	642	650	658
Zisk po zdanění (EAT)	4 259	4 180	4 506	4 054	3 299	3 339	3 381	3 422	3 465
Změna reálného hodnoty aktiv, oceňovací rozdíl rozvahový	-82	519	165	132	245	309	505	437	292
Změna reálného hodnoty aktiv, oceňovací rozdíl výsledkový	-164	-77	-13	-279	-138	-262	-37	-64	-115
Odložená daň	47	-84	-29	28	-22	41	-55	-16	29
Ostatní úplný výsledek za účetní období po zdanění	-199	358	123	-119	85	88	413	357	206
Úplný výsledek hospodaření	4 060	4 538	4 629	3 935	3 384	3 427	3 794	3 779	3 671

4.5.3 Plánovaná rozvaha

Predikce budoucích hodnot ve výkazu rozvaha bude provedena po částech. V první fázi jsou predikovány hodnoty vlastního kapitálu vybrané bankovní společnosti. Predikované hodnoty jsou uvedeny v tabulce níže. Nejprve upravíme hodnotu nerozděleného zisku. Vycházíme znovu z modelu ROE. Část čistého zisku, která nebyla vyplacena na dividendách, zůstává ve formě nerozděleného zisku v daném podniku. Hodnota nerozděleného zisku pro rok 2017 byla získána přičtením nevyplaceného podílu čistého zisku k hodnotě nerozděleného zisku z roku 2016. Ostatní položky vlastního kapitálu je možné predikovat na základě hodnot z minulých let. Položky jako základní kapitál, emisní ážio jsou převážně stabilní a jejich hodnoty lze predikovat stejně jako v posledním minulém období. Zbývající položky, jako jsou rezervní a úhradové fondy, případně také rozvahové oceňovací rozdíly, lze vzhledem k jejich zanedbatelné hodnotě predikovat prostým zprůměrováním minulých hodnot.

Tabulka 22 – Plánovaná rozvaha, vlastní kapitál (vlastní zpracování)

CZK mil.	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Základní kapitál	510	510	510	511	511	511	511	511	511	511
Emisní ážio	4702	4702	4702	5028	5028	5028	5028	5028	5028	5028
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	126	146	158	167	102	100	101	102	104	105
Oceňovací rozdíly z realizovatelných FA	200	1	359	482	363	355	360	364	369	373
Fondy na úhrady vázané na akcie	4	2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Nerozdělený zisk	28445	32686	36856	21653	21266	20706	21036	21370	21708	22050
Vlastní kapitál celkem	33987	38047	42583	27839	27268	26698	27033	27373	27717	28065

Prozkoumejme nyní možnost predikovat tu část rozvahy, která uvádí hodnoty cizích zdrojů. V této oblasti narážíme na problém predikování závazků vůči bankám a závazkům vůči klientům. Tyto položky představují vložená depozita jiných bank a bankovních klientů. Zde lze odkázat na kapitolu 3.5. teoretické části. Je nutné zdůraznit, že v případě bankovní společnosti není možné vnímat cizí zdroje tak jako u jiných podniků. Závazky vůči bankám a klientům představují prakticky „vstupy do výroby“. Banka shromažďuje vklady a následně tyto prostředky půjčuje jiným subjektům za vyšší cenu. Zatímco v případě běžného podniku lze hodnotu vstupů do výroby odhadnout na základě plánů výroby, v případě bankovní společnosti to není možné. O tom, jaký bude objem těchto vstupů nerozhoduje bankovní společnost ale právě takzvaní „dodavatelé“, a to v rámci tržní soutěže. Pokud navíc neznáme interní záměry (např. záměr expandovat na zahraniční bankovní trh), není možné spolehlivě určit dokonce ani vývoj těchto položek. Na tento problém, v případě valuace bankovních společností, upozorňuje například Damodaran (2013). Na druhou stranu, v případě provádění valuace bankovní společnosti, není bezpodmínečně nutné, tyto hodnoty odhadovat. Ostatní položky cizích zdrojů, které je možné predikovat, byly odhadnuty na základě klouzavých průměrů. Dílčí části predikovaných hodnot cizích zdrojů jsou uvedeny v tabulce níže.

Tabulka 23 – Plánovaná rozvaha, cizí zdroje (vlastní zpracování)

CZK mil.	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Závazky vůči bankám	378	123	247	289	2657	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Závazky vůči klientům	96944	93641	97006	108698	116252	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Finanční závazky v RH vykázané výsledkově	1	5	16	8	7	7	9	9	8	8
Rezervy	346	359	390	543	416	411	424	437	446	427
Závazky ze splatné daně	58	0	0	1	29	18	10	11	14	16
Závazky z odložené daně	0	0	204	220	280	141	169	203	203	199
Ostatní závazky	3239	2447	2957	2439	2470	2710	2605	2636	2572	2599
Závazky celkem	100966	96575	100820	112198	122111	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

V poslední fázi predikujeme hodnoty aktiv v rozvaze. Mezi těmito položkami lze nalézt řadu ne příliš významných aktiv. (Goodwill, majetkové účasti v jiných společnostech, přečňovací rozdíly, daňové pohledávky, ostatní aktiva apod.) Hodnota těchto aktiv je predikována na základě hodnoty v posledním známém období (tj. v roce 2016).

Nejvýznamnější položky v aktivech sledované banky představují pohledávky za klienty a bankami. Tyto dvě položky dohromady představují úvěrové portfolio banky. Další významnou položkou je pokladní hotovost a vklady u centrální banky. Poslední významnou položkou jsou realizovatelná finanční aktiva. V následujících bodech je uveden postup při predikování těchto klíčových hodnot.

- Pokladní hotovost a vklady u centrálních bank byly stanoveny na základě klouzavého průměru z minulých hodnot. V budoucích obdobích lze předpokládat že se jejich hodnota bude držet v intervalu od 10 000 do 20 000 mil. CZK. Tuto domněnku lze podložit požadavky ze strany centrální banky na povinné minimální rezervy a zájmem banky udržovat přiměřené množství pokladní hotovosti.
- Hodnoty realizovatelných finančních aktiv jsou těžko předvídatelné. Pro vývoj těchto aktiv jsou klíčové záměry managementu banky v budoucích letech. Pro jejich odhad byla využita jejich poslední známá hodnota z roku 2016.
- Nejdůležitější součástí aktiv banky jsou pohledávky za bankami a klienty. Zde narážíme na podobný problém jako u závazků k bankám a klientům. Vzhledem k tomu, že na objemu poskytnutých úvěrů má zvolená bankovní společnost jistý vliv, lze tyto hodnoty orientačně predikovat pomocí regresní analýzy. Pomocí regrese lze získat hodnoty těchto složek pro budoucí období. Navíc banka ve své výroční zprávě uvádí svůj záměr na zvýšení svého tržního podílu v oblasti malých a středních podniků. I proto lze očekávat postupné navyšování hodnot těchto pohledávek.

Tabulka 24 – Plánovaná rozvaha, aktiva (vlastní zpracování)

CZK mil.	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	16 674	9 372	11 746	15 475	20 235	14 700	14 306	15 292	16 002	16 107
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku/ztráty	4	6	12	7	26	11	12	14	14	15
Realizovatelná finanční aktiva	8 902	22 835	20 401	13 255	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749	13 749
Pohledávky za bankami	3 848	1 114	533	139	189	189	189	189	189	189
Pohledávky za klienty	101 502	97 493	107 197	108 437	111 860	114 796	114 796	114 796	114 796	114 796
Nehmotný majetek	940	889	646	429	744	900	983	1 068	1 159	
Hmotný majetek	864	682	654	485	649	716	785	858	932	1 011
Dlouhodobá aktiva držena k prodeji	0	0	0	22	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	104	104	104	104	104	104	104	104
Majetkové účasti v přidružených společnostech	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Pohledávky ze splatné daně	0	41	300	172	267	156	187	216	200	205
Pohledávky z odložené daně	1 672	1 664	1 251	944	805	1 267	1 186	1 091	1 059	1 082
Ostatní aktiva	546	524	557	566	749	588	597	611	622	634
Celková aktiva	134 953	134 622	143 403	140 037	149 379	147 099	146 813	147 905	148 737	149 052

V tuto chvíli máme již predikované všechny budoucí hodnoty rozvahy dané bankovní společností. Vzhledem k platnosti bilančního principu lze dopočítat zbývající očekávané hodnoty celkových cizích zdrojů. Tyto hodnoty jsou uvedeny v souhrnné tabulce níže.

Tabulka 25 – Predikce souhrnných hodnot bilance (vlastní zpracování)

Mil. CZK	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Celková aktiva	134 622	143 403	140 037	149 379	147 099	146 813	147 905	148 737	149 052
Vlastní kapitál celkem	33 987	38 047	42 583	27 839	27 268	26 698	27 028	27 362	27 700
Závazky celkem	100 966	96 575	100 820	112 198	122 111	120 401	119 786	120 544	121 037
Závazky a vlastní kapitál celkem	134 622	143 403	140 037	149 379	147 099	146 813	147 905	148 737	149 052

4.5.4 Plánované peněžní toky

V případě valuace zvoleného podniku není bezpodmínečně nutné predikovat budoucí podobu výkazů peněžních toků, ale je nutné zjistit takzvané volné peněžní toky. Tyto peněžní toky představují vstup do valuačního modelu DCF Equity. Výpočet volného peněžního Cash flow pro vlastníky uvádí Kislingerová (2001).

Při výpočtu volného peněžního toku pro vlastníky vycházíme, v tomto případě, již ze zisku po zdanění (EAT). K tomuto zisku jsou přičteny odpisy, které byly naplánovány v rámci výkazu zisku a ztrát. Nyní však přichází kritický okamžik. Jak již bylo uvedeno v kapitole 3.5., problémem při valuaci jakékoliv bankovní či finanční společnosti je prakticky nemožné odhadnout hodnoty investic a změny v čistém pracovním kapitálu takové společnosti. Damodaran (2013) uvádí řešení nahradit peněžní toky pro vlastníky dividendami, případně uvažovat investice v rámci „udržovacích hodnot“. Jinými slovy bankovní společnost je charakteristická nízkou potřebou investovat do majetku a dlouhodobých aktiv, proto je očekávaná výše těchto investic poměrně nízká. V tomto případě je zřetelně viditelný problém, který je spojený s valuačním modelem DCF, v případě valuace finančních společností.

Tabulka 26 – Úprava čistého zisku na volné CF (vlastní zpracování)

mil. CZK	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EAT	3 299	3 339	3 381	3 422	3 465
odpisy	517	519	521	525	524
(investiční činnosti)	330	334	338	342	346
FCF pro vlastníky	3 486	3 524	3 563	3 605	3 642

Výše uvedené hodnoty představují vstup do valuačního modelu DCF Equity. V projektové části této diplomové práce bude pomocí tohoto modelu odhadnuta hodnota vybrané bankovní společnosti. Nyní již přejdeme k samotné projektové části této diplomové práce.

5 PROJEKTOVÁ ČÁST

V první podkapitole projektové části budou vybrány valuační modely pro stanovení hodnoty společnosti MONETA Money Bank. U každého z těchto modelů bude podrobně uvedený postup řešení. Celková hodnota vybraného podniku bude stanovena průměrnou váženou hodnotou, která bude získána na základě výstupů z použitých valuačních modelů.

5.1 Volba valuačních modelů

Z výnosových valuačních modelů budou prakticky představeny modely FCF Equity a DDM model. Jejich podstata a konstrukce je uvedena teoretické části práce. Před samotným využitím těchto valuačních modelů je nutné získat některé další parametry, které se následně dosazují do těchto modelů. V případě, že je naším cílem odhadnout hodnotu pro vlastníky (resp. potencionální investory), musíme nejprve určit diskontní míru. Odhad diskontní míry je spojený s výpočtem Beta koeficientu.

5.1.1 Výpočet koeficientu Beta

Podstata Beta koeficientu byly již vysvětlena v teoretické části práce. Vzhledem k tomu, že není k dispozici koeficient Beta pro banku MONETA, musíme provést jeho odhad. V případě této práce, využijeme dva postupy, nicméně v praxi existuje celá řada dalších. První představuje odvození takzvané kvalitativní Bety. Tento koeficient je možné odvodit z Porterova modelu 5 S. Inspiraci je možné nalézt v článku Fernandez (2009).

Postup tohoto odhadu je uveden níže. Nejprve kvantifikujeme rizikovost čtyř základních faktorů Porterova modelu 5 S. Zde odkazují na strategickou analýzu, konkrétně na část věnovanou Porterově modelu 5 S. Platí, že čím vyšší je rizikovost, tím bodů se přiřadí. Vyjednávací síla dodavatelů a odběratelů byla identifikována jako vysoká. Naopak hrozba substitutů a hrozba vstupu nových konkurentů do odvětví se ukázala být relativně nízká.

Tabulka 27 – Kvalitativní beta (vlastní zpracování)

Kvalitativní beta - PORTER	1	2	3	4	5
Rizikovost	velmi nízká	nízká	průměrná	vysoká	velmi vysoká
Vyjednávací síla dodavatelů				4	
Vyjednávací síla odběratelů				4	
Hrozba substitutů	1				
Hrozba vstupu nových konkurentů		2			
BETA = (součet hodnot/4)*0,5	Odhad BETA koeficientu: 1,375				

Koeficient Beta se následně zjistí tak, že se provede součet přiřazených bodů a následně se vydělí čtyřmi. Takto získaná výsledek se ještě vynásobí 0,5. Výsledná hodnota představuje koeficient Beta pro danou společnost. Jak můžeme vidět, odhad Bety se zdá být relativně snadným. Nicméně kvalitativní beta patří mezi kontroverzní finanční témata. Je kritizována především z důvodu, že více než pro samotnou společnost stanoví koeficient Beta pro dané odvětví. Zde je možné říci, že i ostatní bankovní společnosti by zřejmě vykazovaly podobné hodnoty v rámci Porterova modelu. Proto bude nutné, využít ještě další přístup, který vychází z tržního porovnání.

V druhém přístupu využijeme průměrnou Betu konkurenčních společností (tržní beta koeficient). Za nejbližší a nejvíce srovnatelné konkurenty, u kterých je koeficient Beta explicitně vyjádřený, je možné považovat Komerční banku, ERSTE Bank a polskou BRE Bank. Zde je postup následující. Nejprve byly zjištěny hodnoty ukazatele Beta pro vybrané bankovní společnosti. Dále byly nastaveny váhy pro vážený průměr. Komerční banka představuje nejvíce srovnatelnou společnost, proto je hodnotě její Bety přiřazena vyšší váha. Výpočtem váženého aritmetického průměru získáváme tržní betu. Následně je proveden výpočet dalších váženého aritmetického průměru, ve kterém zahrnujeme již zmíněnou tržní Betu a kvalitativní Betu z Porterova modelu 5 S. Po vypočtení získáváme finální Beta koeficient 1,3.

Tabulka 28 – Výpočet Beta koeficientu

Společnost	KB	Erste	BRE Bank
Beta	1,01	1,55	1,28
Váhy	2	1	1
Tržní beta, odhad (vážený průměr)	1,22		
Kvalitativní beta	1,375		
Celkový odhad BETA (zaokr.)	1,3		

5.1.2 Výpočet diskontní míry, model CAPM

Dalším důležitým parametrem, který je součástí valuačních modelů, je diskontní míra. Tento pojem byl rovněž vysvětlen v teoretické části práce, stejně tak jako podstata modelu CAPM. A právě tento model bude použit ke stanovení diskontní míry. Uvedme nejprve vztah pro výpočet CAPM a identifikujme jeho parametry. Výstupem tohoto modelu je očekávaný výnos i -tého cenného papíru.

$$E(r_i) = r_f + \beta_i * [E(r_m - r_f)]$$

r_f – bezriziková míra, r_m – očekávaný výnos tržního portfolia, β_i – beta CP

Vstupní parametry do modelu CAPM jsou uvedeny v bodech níže.

- **Bezrizikovou úrokovou míru** dosadíme z aktuální výnosnosti 10Y letých státních dluhopisů. Ke dni 31.3. se jejich výnosnost pohybuje na hodnotě 0,89 %. (kurzy.cz)
- **Očekávaný výnos tržního portfolia** lze zjistit ze stránek společnosti S&P (Standart & Poor, 2017). Hodnota této výnosnosti je pro Českou republiku stanovena ve výši 6,69 %.
- **Beta koeficient** byl již zjištěn v předchozí podkapitole. Jeho hodnota byla odhadnuta na 1,3.

Výpočet diskontní míry pomocí modelu CAPM bude mít následující podobu, uvedenou níže. Výpočtem CAPM modelu docházíme k diskontní míře ve výši **8,43 %**

$$E(r_i) = 0,089 + 1,3 * [(6,69 - 0,089)]$$

5.2 FCF Equity model

Pokud je k odhadu hodnoty podniku využit model s diskontovanými peněžními toky, je nutné, tyto peněžní toky převést na současnou hodnotu. Obecný vzorec pro modely využívající diskontované peněžní toky je uveden níže. Tato charakteristika je společná pro všechny výnosové valuační modely.

$$DCF = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

5.2.1 Dvoufázový propoččet FCFE

V rámci valuace společnosti Moneta Money Bank bude využitý takzvaný dvoufázový propoččet tohoto valuačního modelu. Vzorec pro tento výpočet je uveden níže, stejně tak jako vstupní parametry do tohoto modelu. Parametr DFCFE představuje v tomto vztahu diskontované volné peněžní toky pro vlastníky podniku. Ostatní parametry byly již vysvětleny.

Z předchozí podkapitoly je uveden parametr očekávaného růstu do nekonečna. V tomto případě byl převzatý očekávaný růst dividend. V případě finančních společností je možné, z praktických důvodů, tuto substituci provést (viz teoretická část). Tyto vstupní parametry jsou společné jak pro model FCF Equity, tak i pro následující model DDM.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \frac{DFCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{DFCFE_{n+1}}{r_e - g_n} * (1+r_e)^{-n}$$

Tabulka 29 – Vstupní parametry pro DCF modely (vlastní zpracování)

Vstupní parametry DCF Equity	
Očekávaný růst do nekonečna	1,012%
Diskontní míra	8,43%

Nyní je již možné, provést výpočet hodnoty pomocí modelu FCF Equity. Hodnota v tomto modelu je určena součtem diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky. V predikovaném budoucím období, v první fázi do roku 2021, zahrnujeme do výpočtu zjištěné volné peněžní toky, a to pro každý rok zvlášť. Pro druhou fázi uvažujeme perpetuita, přičemž pravidelné volné peněžní toky pro vlastníky jsou převzaty z posledního roku predikovaného období (tj. 2021).

Po dosazení do vztahu pro model FCF Equity získáváme odhadnutou hodnotu společnosti Moneta, ve výši **46 802 000 000 CZK**. Vyjádřeno slovy, jedná se o hodnotu: čtyřicet-šest miliard osm-set-dva milionů. Dále je možné určit vnitřní hodnotu akcie společnosti Moneta. Z analytické části víme, že tato společnost má 511 milionů emitovaných akcií. Každá akcie má nominální hodnotu 1 Kč. Tato hodnota odpovídá základnímu kapitálu společnosti Moneta Money Bank. **Vydělením zjištěné hodnoty počtem emitovaných akcií lze získat vnitřní hodnotu akcií, která je odhadnuta na 91,59 CZK**. Slovy: devadesát-jedna korun, padesát-devět haléřů.

Tabulka 30 – Model DCFE (vlastní zpracování)

mil. CZK	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	Perpetuita
EAT	3 299	3 339	3 381	3 422	3 465	
Vnitřní hodnota (cena) akcie (investiční činnosti)	517	519	521	525	524	
FCF pro vlastníky	3 486	3 524	3 563	3 605	3 642	3 642
Diskontované FCF	3 215	2 997	2 795	2 608	2 430	32 757
Diskontní faktor	1,08430	1,17571	1,27482	1,38229	1,49881	
Celková hodnota společnosti	46 802					
Vnitřní hodnota (cena) akcie	91,59 CZK					

Takto zjištěná hodnota představuje pouze jeden z dílčích odhadů, který bude zahrnut do celkové odhadované hodnoty dané společností. Na tomto místě je vhodné upozornit, že takto získaný výsledek je nutné brát s rezervou. Dle teorie valuace platí, že valuační modely, využívající diskontované volné peněžní toky nejsou zpravidla tak přesné, jako valuační modely využívající diskontované dividendy. Tento poznatek platí v případě, že se jedná o finanční společnost. (Damodaran, 2013)

Z tohoto důvodu bude v následující podkapitole odhadnuta hodnota společnosti Moneta pomocí diskontního dividendového modelu (DDM), který lze, v případě valuace finančních společností, považovat za přesnější.

5.3 DDM model

Výpočet hodnoty pomocí dividendového valuačního modelu se příliš neliší od předchozího modelu, ve kterém se hodnota společnosti zjišťovala pomocí diskontovaných peněžních toků.

5.3.1 Dvoufázový propočet DDM

Proveďme nyní výpočet odhadu hodnoty podniku pomocí modelu DDM. Vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku je uveden níže. Parametr DDM představuje diskontované dividendové platby. Ostatní parametry byly vysvětleny v podkapitole 5.1.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \frac{DDM_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{DDM_{n+1}}{r_e - g_n} * (1 + r_e)^{-n}$$

Při samotném výpočtu vycházíme z modelu ROE, který byl podrobněji uveden v analytické části práce. Jedním z výstupů z tohoto modelu byla i očekávaná výše dividendových plateb pro vlastníky podniku. Tyto dividendové platby je nutné znovu převést na současnou hodnotu. Diskontní míra je stejná jako v předchozím případě. Pro druhou fázi znovu určíme perpetuita dividendových plateb, přičemž v této fázi očekáváme dividendové toky na úrovni posledního predikovaného roku 2021.

Po dosazení do vztahu pro model FCF Equity získáváme odhadnutou hodnotu společnosti Moneta Money bank ve výši 40 033 000 000 CZK. Vyjádřeno slovy, jedná se o hodnotu: čtyřicet miliard třicet-tři milionů. Rovněž i v tomto případě je možné odhadnout i vnitřní hodnotu akcie společnosti Moneta Money Bank. Zopakujme, že tato společnost má emitováno 511 000 000 ks akcií. **Vydělením zjištěné hodnoty počtem emitovaných akcií lze získat vnitřní hodnotu akcií, která je odhadnuta na 78,34 CZK.** Slovy: sedmdesát-osm korun, třicet čtyři haléřů.

Stejně tak i tato hodnota představuje pouze dílčí odhad, který bude následně zohledněn v určení celkové očekávané hodnoty dané společnosti. S odkazem na teoretickou část práce lze říci, že dividendové diskontní modely poskytují poměrně přesnější odhady hodnot. Výše uvedenému odhadu hodnoty tak bude přiřazena větší váha (dále viz. kapitola 5.5).

Tabulka 31 – Model DDM (vlastní zpracování)

mil. CZK	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	Perpetuita
EAT	3 299	3 339	3 381	3 422	3 465	
Vlastní kapitál	26 698	27 028	27 362	27 700	28 042	
ROAE	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	12,36%	
Výplatní poměr	90%					
Dividendy	2 969	3 005	3 042	3 080	3 118	3 118
Diskontní faktor	1,0843	1,1757	1,2748	1,3823	1,4988	
Diskontované dividendy	2 738	2 556	2 387	2 228	2 080	28 044
Celková hodnota společnosti	40 033					
Vnitřní hodnota (cena) akcie	78,34 CZK					

5.4 Relativní valuace

Podstata relativní valuace (tržní porovnání) byla již vysvětlena v teorii. Jen zopakujeme, že základem tohoto přístupu je využití standardizovaných tržních multiplikátorů. Zde využijeme multiplikátor P/BV, který je velmi vhodný pro hodnocení finanční společnosti. Tento multiplikátor bude následně vztážen ke dvou ukazatelům rentability, a to ROE a ROA. Tyto ukazatele se nazývají vztahové veličiny. (viz teoretická část)

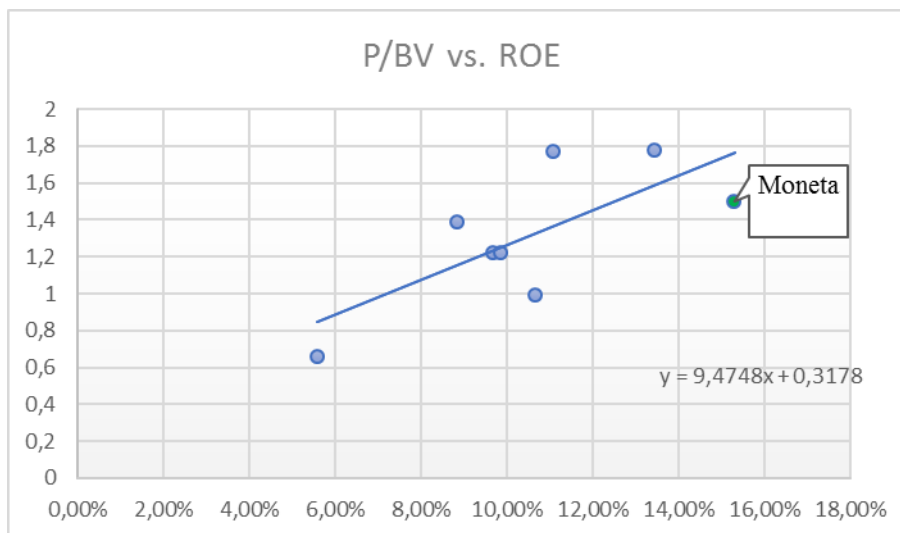
Tabulka 32 – Relativní valuace, vstupní data (vlastní zpracování)

	P/BV	ROE	ROA
RBIV.VI	0,66	5,57%	0,41%
ERSTE.VI	0,99	10,64%	0,61%
KB.PX	1,78	13,42%	1,47%
BRE.WA	1,22	9,65%	1,05%
BZW.WA	1,77	11,06%	1,60%
BHW.WA	1,39	8,82%	1,34%
PKO.WA	1,22	9,84%	1,36%
MON.PX	1,5	15,30%	2,80%

Relativní valuace představuje doplňkový nástroj, který nám umožní vzájemně porovnat srovnatelné konkurenční bankovní společnosti. Tento přístup však předpokládá dostatečné množství tržních dat, zejména pak data o konkurenčních společnostech. A právě zde narážíme na další problém. Na českém burzovním trhu jsou obchodovány pouze cenné papíry společnosti Komerční banka a společnosti Moneta Money Bank. Proto je nutné, převzít data srovnatelných bankovních společností. Především byla využita data bank, operujících na polském bankovním trhu. Na varšavské burze cenných papírů se obchoduje celá řada bankovních společností a dostupnost dat je zde taky velmi dobrá. Polský bankovní trh je možné považovat za přiměřeně srovnatelný, a to jak z geografického, tak i z historického hlediska.

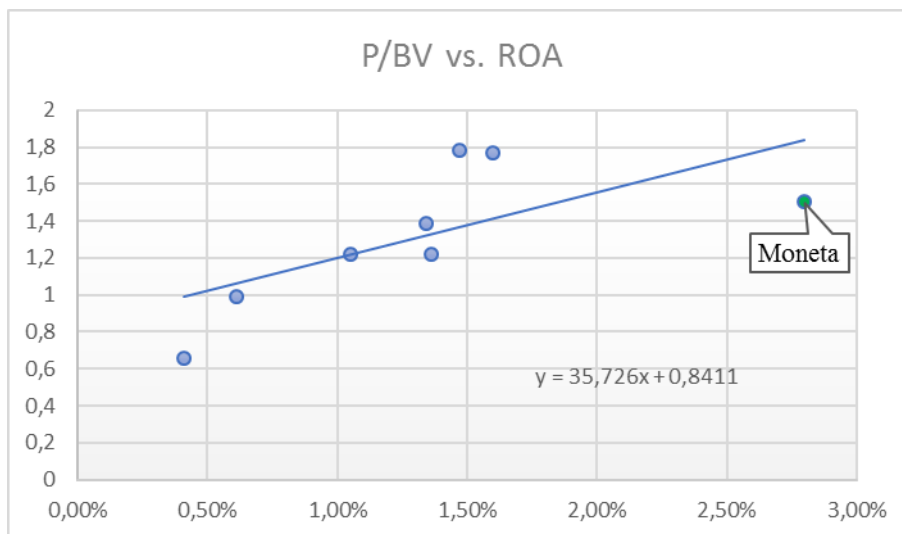
Také byla převzata tržní data bankovních společností z Rakouska, konkrétně ERSTE Bank a Raiffeisen Bank. Tyto banky byly vybrány z důvodu srovnatelnosti struktury jejich dceřiných společností, které působí na českém bankovním trhu.

Ukazatel P/BV byl analyzován pomocí regresního modelu. Pomocí regresních rovnic je možné identifikovat trend a nalézt **cílové tržní ceny** akcií námi sledované společnosti. Tyto cílové tržní ceny je možné stanovit jak pro případ rostoucího, tak i klesajícího trendu.



Obrázek 15 – Relativní valuace, P/BV vs. ROE (vlastní zpracování)

Dosazením do regresní rovnice v případě vztahové veličiny ROE, můžeme zjistit hodnotu ukazatele P/BV pro společnost Moneta, která je odhadnutá v rámci tržního srovnání. Jinými slovy, snažíme se najít hodnotu P/BV, ležící na regresní přímce, a to za předpokladu že $X = 15,30\%$. Tímto výpočtem dostáváme výslednou hodnotu Y (P/BV) ve výši 1,7674. Stejný postup provedeme také v případě, že vztahovou veličinou je ROA. Do regresní rovnice dosazujeme za $X = 2,80\%$. Výsledná hodnota Y (P/BV) je ve výši 1,84. **Zprůměrováním těchto hodnot získáváme odhad P/BV, odvozený z tržního srovnání, a to ve výši 1,8044.**



Obrázek 16 – Relativní valuace, P/BV vs. ROA (vlastní zpracování)

Porovnejme nyní tyto získané hodnoty se skutečnou hodnotou P/BV společnosti Moneta Money Bank. Ta představuje hodnotu 1,5. P/BV, odhadnuté tržním porovnáním je o 20 % vyšší. K odhadu cílové ceny akcií nyní stačí navýšit aktuální tržní cenu akci (ze dne 13.4.2017) právě o tento poměr. Cílová tržní cena akcií Moneta je tímto postupem odhadnuta na 95,88 CZK. Pozor, jedná se o tržní cenu, nikoliv vnitřní hodnotu akcie. Ta byla vy počítána pomocí výnosových valuačních modelů v předchozí podkapitole.

Tabulka 33 – Odhad cílové tržní ceny (vlastní zpracování)

Odhad cílové ceny akcií MONETA	
P/BV reálné tržní	1,8044
P/BV odhad porovnáním	1,5
Rozdíl (poměr)	1,20
Aktuální tržní cena akcie	79,9
Cílová tržní cena akcie	95,88

Výpočtem cílové tržní ceny je možné stanovit cenová oscilační pásma, ve kterém se cena akcie může nadále pohybovat. Graficky je tato situace vyobrazena v obrázku, uvedeném v příloze. Opačným způsobem lze stanovit i spodní oscilační pásmo. Jeho odhad je možné stanovit na 63,92 CZK. V případě identifikace rostoucího trendu (býčí trend) lze očekávat cílovou cenu ve výši 95,88 CZK a v případě klesajícího trendu (medvědí trend) lze očekávat cílovou cenu akcie ve výši 63,92 CZK. Tyto poznatky jsou následně využitelné při formulaci doporučení pro investory, případně mohou sloužit jako kritéria pro spekulativní rozhodování. Přesnější výsledky možných cílových tržních cen by bylo možné získat například pomocí simulace Monte Carlo. Tato simulace je však svou podstatou výrazně nad rámec této práce, proto ji zde neuvádím.

5.5 Stanovení hodnoty podniku

Nyní je možné, splnit jeden z hlavních cílů této diplomové práce, což je samotný výrok hodnotě podniku. Jak již bylo uvedeno, model DDM poskytuje přesnější výsledky, proto bude jeho odhadnuté hodnotě přiřazena vyšší váha. Model FCF Equity se ukázal jako méně vhodný, proto je jeho výsledkům stanovena nižší váha. Postup při finálním stanovení hodnoty je uveden v tabulce níže.

Váženým průměrem hodnot, které byly zjištěny na základě využití výnosových valuačních modelů, lze získat subjektivní odhad hodnoty společnosti Moneta Money Bank, a to ve výši 41 725 000 000 CZK. Vyjádříme-li tuto hodnotu slovy, dostáváme hodnotu čtyřicet-jedna miliard, sedm set dvacet pět milionů korun. **Při daném počtu akcií je možné také odhadnout vnitřní hodnotu akcie, a to ve výši 81,65 CZK,** slovy: osmdesát jedna korun, šedesát pět haléřů. Tímto je splněn klíčový cíl této diplomové práce, což je stanovení hodnoty vybraného podniku.

Tabulka 34 – Finální stanovení hodnoty, (vlastní zpracování)

Stanovení hodnoty společnosti	Váha	Hodnota	Jednotky
Model FCF Equity	25%	46 802	mil. CZK
Model DDM	75%	40 033	mil. CZK
Celková hodnota		41 725	mil. CZK
Počet akcií		511 000 000	ks
Vnitřní cena akcie		81,65	CZK

5.6 Predikce budoucího vývoje

Podkapitola věnována predikci budoucího vývoje se skládá ze dvou částí, a to predikce budoucího vývoje banky Moneta a predikce budoucího vývoje cen akcií této společnosti. První uvedená predikce je určena především dlouhodobým investorům. Predikce budoucího vývoje cen akcií je určena především pro krátkodobé spekulanty.

Predikovat budoucí vývoj společnosti Moneta Money Bank a budoucí ceny akcií této společnosti je možné, na základě výsledků, které byly získány ze:

- SWOT analýzy, Porterova modelu 5 S, (kapitola 4.2.)
- Fundamentální analýzy na všech úrovních, (kapitola 4.3.)
- Finanční analýzy (metoda CAMELS) (kapitola 4.4.)
- Technické analýzy (Elliottova vlnová analýza) (kapitola 4.4.)
- Predikovaných ekonomických dat (kapitola 4.5.)

5.6.1 Predikce budoucího vývoje společnosti Moneta Money Bank

Očekávaný budoucí vývoj tohoto podniku je tedy možné stanovit na základě analytické a projektové části této diplomové práce. Přejdeme nyní, v dalších odstavcích, k formulaci predikce budoucího vývoje společnosti Moneta Money Bank.

Společnost Moneta Money Bank působí v bankovním sektoru. Tento sektor je možné do budoucna považovat za perspektivní. Ze závěrů Porterova modelu pěti sil lze říci, že bankovní odvětví je charakteristické vysokou vyjednávací silou dodavatelů a odběratelů. Na druhou stranu je zde nízké riziko vstupu nových, výraznějších konkurentů a zatím relativně nízká možnost substituovat bankovní produkty.

Moneta již patří mezi stabilní a dostatečně likvidní bankovní společnosti. Banka splňuje nové kapitálové požadavky, což je pro budoucí vývoj velmi příznivá skutečnost. Jedním z cílů managementu banky je snaha o udržení si stávajícího počtu klientů a zvětšení svého podílu v oblasti malých a středních podniků. V této oblasti se bance daří, počet klientů je poměrně stabilní. Moneta je čtvrtou největší bankou v ČR ale na rozdíl od svých konkurentů nemá problémy s odchodem klientů, kteří v současné době začínají preferovat nízkonákladové menší banky.

Management banky je poměrně zkušený o čemž svědčí dosažené výsledky v roce 2016. Pozitivně lze hodnotit záměr banky na kompletní elektronizaci svých aktivit a zaměření pozornosti na elektronické bankovníctví. Moneta prošla v roce 2016 poměrně zásadními změnami, nejprve byla přejmenována z původní GE Money Bank na Monetu, prošla si také organizačními změnami. V květnu 2016 prošla banka Moneta úspěšně procesem IPO a stala se tak teprve druhou bankovní společností, obchodovanou primárně na Pražské burze. Proces IPO byl úspěšný a tržní hodnota banky výrazně vzrostla. Banka se masivní marketingovou kampaní snažila zvýšit povědomí o své značce. Tuto propagační činnost je možné považovat za poměrně úspěšnou.

Bankovní společnost Moneta aktivně inovuje své produkty a průběžně nabízí také nové produkty. Lze říci, že se banka drží současných trendů v bankovníctví. (minimalizace poplatků, elektronizace apod.) Pro tuto banku není prioritou navyšovat své obchodní aktivity v oblastech, ve kterých má tento podíl minimální (např. zahraniční operace, akreditivy apod.)

Závěrem lze říci, že předpoklad tzv. going concern je splněn. Riziko, že by banka Moneta musela v příštích letech ukončit své podnikání je velmi nízké. Banku Moneta je možné označit jako seriózní a zdravou společnost s dostatečným potenciálem do budoucna.

5.6.2 Predikce vývoje ceny akcií společnosti Moneta Money Bank

Jedním z výstupů z projektové části byla vnitřní cena akcie, která byla odhadnuta na 81,65 CZK. Současná tržní cena se pohybuje na hodnotě 79,90 CZK. Vzhledem k nedávnému výraznému propadu tržní ceny akcií o 10 % se dá očekávat, že se v nejbližším období bude tržní cena pohybovat na úrovni vnitřní ceny akcie, avšak při vyšší volatilitě. Den, kdy se tržní cena akcií propadla, byl dnem, kdy již u obchodovaných akcií nebyl nárok na dividendu, tzv. Ex-date. Výše uvedenou domněnku, o vyšší volatilitě v následujících týdnech, lze podpořit přidáním Boilingerových pásem do grafu tržní ceny akcií MONETA. Na konci tohoto grafu je možné vidět rozšíření těchto pásem, což indikuje výrazné pohyby cen v následujícím období.

S odkazem na Elliottovu vlnovou analýzu lze říci, že se cena akcií Moneta propadla z důvodu selhání takzvané páté impulsní vlny (více viz kapitola 4.4.). I přes viditelné proražení trendové linie, se domnívám, že propad tržní ceny je dočasný a rostoucí trend tržní ceny akcií bude nadále pokračovat. Tržní cena v hodnotě 79,90 Kč se dostala mimo spodní Boilingerovo pásmo. Dá se tedy očekávat návrat zpět k hodnotám, které budou velmi blízké právě vnitřní hodnotě akcie. Pravděpodobná cílová tržní cena, v případě pokračování rostoucího trendu, byla v rámci projektové části odhadnuta na 95,88 CZK.



Obrázek 17 – Vývoj ceny akcií společnosti Moneta (zdroj: patria.cz, vlastní úpravy)

5.7 Formulace doporučení pro investory

Na základě syntézy poznatků z předchozí podkapitoly a poznatků, zjištěných v projektové části práce, je možné, formulovat závěrečné doporučení pro potenciální investory. Doporučení pro investory se v praxi nejčastěji prezentuje prostřednictvím takzvaného investičního reportu. Jeho podoba není standardizována, nicméně by tento report měl postihnout všechny podstatné a relevantní informace a představovat tak srozumitelná podklad pro investorovo rozhodování. Tento report představuje završení celé práce a je uveden níže. Prezentováním tohoto reportu je splněn poslední úkol této diplomové práce.

Finální podoba investorského reportu je uvedena na následující stránce. V závěru této podkapitoly uvádíme několik poznámek k formulovanému doporučení pro investory. Na základě této diplomové práce bylo stanoveno doporučení HOLD (držet). Je tomu tak proto, že se aktuální tržní cena téměř shoduje s vnitřní cenou akcií. To znamená, že by investoři neměli v tuto chvíli nakupovat akcie společnosti Moneta Money Bank. Nicméně v případě, že tyto akcie ve svém portfoliu vlastní, určitě by je neměli prodávat. Společnost Moneta má potenciál k budoucímu růstu a držba akcií této banky se v současné době jeví jako nejvýhodnější možnost.

Na závěr uvedme porovnání tohoto doporučení s doporučeními jiných analytických subjektů. V rámci CFA Research Challenge bylo pro společnost Moneta Money Bank nejčastěji uváděno doporučení BUY (kupovat). S tímto doporučením však nesouhlasím. Ideální příležitost pro nákup akcií MONETA již byla v květnu 2016, kdy tato společnost úspěšně prošla procesem IPO. Dále například společnost Patria.cz vydala doporučení BUY a spravedlivou vnitřní cenu odhadla na 83 CZK. V případě této diplomové práce byla vnitřní cena akcie odhadnuta v hodnotě 81,65 CZK, což je téměř podobný výsledek. Naopak v odhadu cílové ceny je možné pozorovat všeobecnou shodu s analytickými týmy v rámci CFA Research Challenge. Cílová cena byla odhadnuta v intervalu 90 až 100 CZK za akcii. Podobný odhad je možné zaznamenat také na stránkách společnosti Patria.cz nebo webtrader.cz

Uvedme ještě doporučení pro krátkodobé spekulanty. V současné době nedoporučuji provádět spekulace na změny ceny akcií společnosti Moneta Money Bank. Doporučuji vyčkat, a to z důvodu aktuální vysoké volatility tohoto aktiva. Poté je možné provádět krátkodobé spekulace související s odchylkami od vnitřní hodnoty akcie. Dowova teorie trhů nás učí, že tržní cena každého aktiva se postupně přibližuje ke své vnitřní hodnotě. Vnitřní hodnota akcie tak působí jako chaotický atraktor, kolem kterého tržní cena neustále osciluje.

Investorský report



Název společnosti: MONETA MONEY BANK a.s.

Předmět podnikání: Komerční banka

Odvětví: Finanční / Bankovníctví

MONETA: STABILNÍ BANKOVNÍ SPOLEČNOST S POTENCIÁLEM DO BUDOUCNOSTI

Datum: 16.4.2017

Burzovní označení: MON.PX

Burza: Burza cenných papírů Praha

Aktuální tržní cena akcií: 79,90 CZK

Vnitřní cena akcií: 81,65 CZK

Cílová tržní cena (BULL Case): 95,88 CZK

Cílová tržní cena (BEAR Case): 63,92 CZK

Tržní kapitalizace: 40 829 mil. CZK

Odhadnutá hodnota společnosti: 41 725 mil. CZK

Očekávaný výplatní poměr: 90 procent

Doporučení pro investory: HOLD (DRŽET)



Obrázek 18 – Finální investorský report (vlastní zpracování, moneta.cz)

ZÁVĚR

Předmětem předložené diplomové práce byl proces valuace podniku. Cíl teoretické části práce byl splněn prostřednictvím vypracování kritické literární rešerše, která se zabývala danou problematikou. Konstrukcí silné teoretické základny bylo možné pokračovat v praktickém využití získaných poznatků.

Praktická část diplomové práce se skládá z analytické a praktické části. Cílem analytické části byla příprava vstupních dat pro valuační modely. Analytická část zahrnovala celou řadu nástrojů a metod, jak tato vstupní data získat. Byla využita strategická analýza, fundamentální a technická analýza, finanční analýza a také byla predikována budoucí ekonomická data. K tomuto účelu byl využit model ROE a poznatky ze strategické a finanční analýzy dané bankovní společnosti. Model ROE se ukázal být poměrně vhodný tuto predikci, která představovala kritickou část celého procesu valuace. Finanční analýza byla zpracována v rámci modelu CAMELS. Tento přístup k hodnocení finančního zdraví bankovních společností není zatím v investorské práci příliš známý. V rámci strategické analýzy byla zpracována SWOT analýza a sestaven Porterův model 5 sil, jehož výsledky byly rovněž využity v projektové části práce. Cíl analytické části, je tak možné považovat za splněný.

Projektová část této práce plynule navázala na část analytickou. V úvodu této části byly představeny vybrané valuační modely, které byly následně využity pro odhad hodnoty dané společnosti. Tato hodnota byla následně formulována a tím byl splněn další z cílů této diplomové práce. Závěr projektové části byl věnován predikci budoucího vývoje vybrané bankovní společnosti. Vrcholem celé diplomové práce byla konstrukce investorského reportu. Doporučení pro potenciální investory, v případě společnosti Moneta, bylo formulováno na HOLD (držet). Tento report také obsahuje shrnutí podstatných informací, mezi které patří odhadnutá hodnota společnosti, vnitřní cena akcie, cílová cena akcií, tržní kapitalizace, současná tržní cena a několik dalších základních informací o společnosti Moneta Money Bank.

Za problematickou část, se kterou bylo spojeno nejvíce komplikací, je možné označit predikci budoucích ekonomických dat. Tato skutečnost je přirozená, neboť problematika predikce dat patří k nejtěžším v rámci celého valuačního procesu. I přes tyto komplikace lze říci, že zjištěné cílové hodnoty se zakládají na racionálních základech.

Závěrem bych rád poděkoval všem čtenářům, kteří si mou práci přečetli. Pokud v této práci našli nějaké zajímavé podněty a inspirativní myšlenky, jsem za to velmi rád. Prosím laskavého čtenáře, necht' mi odpustí případné formální nedostatky, které se zde mohou objevit.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BARESA, Suzana, Bogdan SINISA a Zoran IVANOVIC., 2013. Strategy of Stock Valuation by Fundamental Analysis. In: *UTMS Journal of Economics*. Vol. 4. No. 1. DOI: 10404408004753248410X

BELÁS, Jaroslav., 2013. *Finanční trhy, bankovníctví a pojišťovnictví*. Žilina: GEORG. ISBN 978-80-8154-024-0

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN., 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. 2., aktualiz. vyd. Brno: BizBooks. ISBN 9788026500285.

ČNB [online]., 2017. Praha: Česká národní banka. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz>

ČSÚ [online]., 2017. Praha: Český statistický úřad. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.czso.cz>

DAMODARAN, Aswath., 2012. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Third ed. Hoboken: J. Wiley. ISBN 9781118130735.

DAMODARAN, Aswath., 2005. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. In: *Foundations and Trends in Finance*. Vol. 1. No. 8. DOI: 101561-0500000013

FAMA, Eugene F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: *The Journal of Finance*. Vol. 25. No. 2. DOI: 140.125.240.107.

FINANCE.CZ [online]., 2017. Praha: Mladá Fronta a.s. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.finance.cz>

FERNANDEZ, Pablo., 2009. Betas used by Professors: A Survey with 2500 Answers. In: *Working Papers of IESE Business School*. University of Navarra. SSRN.

GLADIŠ, Daniel., 2015. *Akciové investice*. Praha: Grada. Investice. ISBN 9788024753751.

GPW [online]., 2017. Warszawa: Warsaw Stock Exchange. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.gpw.pl>

HINDLS, Richard, Stanislava HRONOVÁ a Robert HOLMAN., 2003. *Ekonomický slovník*. Praha: C.H. Beck. Beckovy odborné slovníky. ISBN 9788071798194.

JANÍČEK, Přemysl., 2014. *Systémová metodologie: brána do řešení problémů*. Brno: Akademické nakladatelství CERM. ISBN 978-80-7204-887-8.

KAHR, Joshua a Michael C. THOMSETT., 2005. Real estate market valuation and analysis. Hoboken, N.J.: Wiley. ISBN 978-0-471-65526-8.

KANTNEROVÁ, Liběna., 2016. *Základy bankovníctví: teorie a praxe*. V Praze: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 9788074005954.

KAŠPAROVSKÁ, Vlasta., 2006. *Řízení obchodních bank: vybrané kapitoly*. Praha: C. H. Beck. ISBN 9788071793816.

KISLINGEROVÁ, Eva., 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 9788074001949.

KISLINGEROVÁ, Eva., 2001. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 9788071795292.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER., 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 9788024744568.

KRABEC, Tomáš., 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 9788024728650.

KRÁĚ, Miloš., 2009. *Bankovníctví a jeho produkty*. Žilina: GEORG. ISBN 978-80-89401-07-9.

KRÁĚ, Miloš., 2007. *Techniky ziskového obchodování na světově finančních trzích založeny na fundamentální a technické analýze: studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. ISBN 80-7318-485-0.

KURZY.CZ [online]., 2017. Praha: Kurzy.cz, spol. s.r.o. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz>

MARÍK, Miloš., 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929675.

MFČR [online]., 2017. Praha: Ministerstvo financí České republiky. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>

MISES, Ludwig., 2006. *Lidské jednání: pojednání o ekonomii*. Praha: Liberální institut. ISBN 9788086389455.

MONETA.CZ [online]., 2017. Praha: Moneta Money Bank, a.s. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.moneta.cz>

NASDAQ [online]., 2017. New York: Nasdaq Inc. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <http://business.nasdaq.com/>

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ., 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 9788024731582.

PANDEY, Asheesh., 2012. Relative Valuation: A Sectoral View for Indian Capital Market. In: Management and Labour Studies. Vol. 3. No. 37. DOI: 101170258042X13484833

PASEKOVÁ, Marie a Jiří STROUHAL., 2012. *Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS) v praktických aplikacích: studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. ISBN 9788074541513.

PATRIA.CZ [online]., 2017. Praha: Patria Online a.s. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.patria.cz>

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ., 2009. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. vyd. Praha: Linde. ISBN 9788072018727.

PETERS, Edgar E., 1994. *Fractal market analysis: applying chaos theory to investment and economics*. New York: J. Wiley. ISBN 9780471585244.

POLOUČEK, Stanislav., 2013. *Bankovnictví*. 2. vyd. V Praze: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 9788074004919.

PORTER, Michael E., 1993. *Konkurenční výhoda: (jak vytvořit a udržet si nadprůměrný výkon)*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 9788085605129.

PROWSE, Stephen D., 1995. *Alternative Methods of Corporate Control in Commercial Banks*. In: *Economic Review Third Quarter 95*. Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas.

PSE.CZ [online]., 2017. Praha: Burza cenných papírů Praha a.s. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/>

REJNUŠ, Oldřich., 2014. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada. Partners. ISBN 9788024736716.

ROTHBARD, Murray. N., 2005. *Zásady ekonomie: od lidského jednání k harmonii trhů*. Praha: Liberální institut. ISBN 9788086389271.

SADIL, Vojtěch., 2016. *Využití teorie chaosu a Elliottových vln na finančním trhu*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati. Diplomová práce. Vedoucí práce: Jana Vychytilová.

STANDARD & POORS [online]., 2017. New York: Standard & Poors Inc. [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.standardandpoors.com>

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ., 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 9788074002748.

TURNBULL, Joana., 2010. *Oxford advanced learner's dictionary of current English*. 8. ed. Oxford: Oxford Univ. Press. ISBN 9783068014912.

VARIAN, Hal R. *Mikroekonomie: moderní přístup*., 1995. Praha: Victoria Publishing. ISBN 9788085865257.

VIEBIG, Jan, Armin. VARMAZ a Thorsten. PODDIG., 2008. *Equity valuation: models from leading investment banks*. Hoboken, NJ: John Wiley. ISBN 978-0-470-03149-0.

WÖHE, Günter a Eva KISLINGEROVÁ., 2007. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 9788071798972.

Výroční zprávy společnosti ČESKÁ SPOŘITELNA, a.s. z roku 2015. [online]. Dostupné z: https://www.csas.cz/vz_2015

Výroční zprávy společnosti ČSOB, a.s. z let 2013, 2014, 2015. [online]. Dostupné z: <https://www.csob.cz/portal/o-csob/povinne-uverejnovane-informace>.

Výroční zprávy společnosti KOMERČNÍ BANKA, a.s. z let 2013, 2014, 2015. [online]. Dostupné z: <https://www.kb.cz/cs/o-bance/vztahy-s-investory>.

Výroční zprávy společnosti MONETA MONEY BANK, a.s. z let 2013, 2014, 2015, 2016. [online]. Dostupné z: <https://www.moneta.cz/o-nas/informacni-povinnost>.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

BRICS	Skupina států: Brazílie, Rusko, Indie, Čína, Jižní Afrika
CAPM	Capital Assets Price Model
CP	Cenný papír
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČSOB	Československá obchodní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované Cash Flow
EUR	Euro
FATA	Fundamentální a technická analýza
FCE	Volné Cash Flow
FED	Federální rezervní systém
HDP	Hrubý domácí produkt
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	První veřejná nabídka akcií
KB	Komerční banka
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 – Proces valuace podniku – obecný postup (vlastní zpracování dle Kislingerové, 2001) ...	25
Obrázek 2 – Přístupy k valuaci podniku, (vlastní zpracování dle Damodaran, 2013 a Mařík, 2011)...	26
Obrázek 3 – Struktura analytické části (vlastní zpracování)	53
Obrázek 4 – Logo společnosti MONETA Money Bank (zdroj: moneta.cz)	54
Obrázek 5 – Základní identifikační údaje (zdroj: moneta.cz, 2017)	54
Obrázek 6 – Vývoj měnového kurzu EUR/CZK (zdroj: finance.cz, 2017)	63
Obrázek 7 – Aktiva českého bankovního sektoru (zdroj: ČNB, 2017).....	66
Obrázek 8 – Pasiva českého bankovního sektoru, mld. Kč (zdroj: ČNB, 2017)	67
Obrázek 9 – Základní burzovní informace MONETA Money Bank (zdroj: pse.cz, 2017)	68
Obrázek 10 – Tržní fundamenty společnosti MONET Money Bank (zdroj: patria.cz, 2017)	68
Obrázek 11 – Retailové úvěrové portfolio (vlastní zpracování)	70
Obrázek 12 – Korporátní úvěrové portfolio (vlastní zpracování)	71
Obrázek 13 – Vývoj nákladových položek společnosti Moneta (vlastní zpracování)	73
Obrázek 14 – Elliottova vlnová analýza (vlastní zpracování, zdroj grafu: kurzy.cz)	78
Obrázek 15 – Relativní valuace, P/BV vs. ROE (vlastní zpracování)	92
Obrázek 16 – Relativní valuace, P/BV vs. ROA (vlastní zpracování).....	93
Obrázek 17 – Vývoj ceny akcií společnosti Moneta (zdroj: patria.cz, vlastní úpravy).....	96
Obrázek 18 – Finální investorský report (vlastní zpracování, moneta.cz)	98

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 – Vzorová bilance komerční banky (zdroj: Belás, 2013, upraveno)	41
Tabulka 2 – Aktuální bankovní sazby ČNB (zdroj: ČNB, 2017)	56
Tabulka 3 – Makroekonomické ukazatele ČR (zdroj: Ministerstvo financí, 2017)	62
Tabulka 4 – Tržní úrokové míry a měnové kurz CZK/EUR (zdroj: čnb.cz, 2017).....	64
Tabulka 5 – Kapitálová přiměřenost banky Moneta (vlastní zpracování)	69
Tabulka 6 – Podíl úvěrů a půjček na aktivech banky (vlastní zpracování)	70
Tabulka 7 – Kvalita aktiv (vlastní zpracování)	71
Tabulka 8 – Podíl rizikově vážených aktiv (vlastní zpracování)	72
Tabulka 9 – Retailové úvěrové portfolio, absolutní hodnoty (vlastní zpracování)	72
Tabulka 10 – Srovnání počtu klientů bank (vlastní zpracování).....	72
Tabulka 11 – Podíl výnosů z poplatků k výnosům z úroků (vlastní zpracování).....	74
Tabulka 12 – Úrokové rozpětí (vlastní zpracování).....	74
Tabulka 13 – Čistá úroková marže (vlastní zpracování).....	75
Tabulka 14 – Poměr nákladů k výnosům (vlastní zpracování)	75
Tabulka 15 – Rentabilita průměrného vlastního kapitálu (vlastní zpracování).....	75
Tabulka 16 – Rentabilita průměrných aktiv (vlastní zpracování)	75
Tabulka 17 – Podíl úvěrů k depozitům, (vlastní zpracování)	76
Tabulka 18 – Podíl vkladů na celkových závazcích (vlastní zpracování).....	76
Tabulka 19 – Vývoj držby státních CP, Moneta (vlastní zpracování)	77
Tabulka 20 – Model ROE.....	80
Tabulka 21 – Plánovaný výkaz zisku a ztrát (vlastní zpracování)	82
Tabulka 22 – Plánovaná rozvaha, vlastní kapitál (vlastní zpracování)	83
Tabulka 23 – Plánovaná rozvaha, cizí zdroje (vlastní zpracování)	83
Tabulka 24 – Plánovaná rozvaha, aktiva (vlastní zpracování).....	84
Tabulka 25 – Predikce souhrnných hodnot bilance (vlastní zpracování).....	85
Tabulka 26 – Úprava čistého zisku na volné CF (vlastní zpracování).....	85
Tabulka 27 – Kvalitativní beta (vlastní zpracování)	86
Tabulka 28 – Výpočet Beta koeficientu.....	87
Tabulka 29 – Vstupní parametry pro DCF modely (vlastní zpracování)	89
Tabulka 30 – Model DCFE (vlastní zpracování)	89
Tabulka 31 – Model DDM (vlastní zpracování).....	91
Tabulka 32 – Relativní valuace, vstupní data (vlastní zpracování).....	91
Tabulka 33 – Odhad cílové tržní ceny (vlastní zpracování).....	93
Tabulka 34 – Finální stanovení hodnoty, (vlastní zpracování)	94

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha I: BILANCE SPOLEČNOSTI MONETA BANK (IFRS)

Příloha II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT SPOLEČNOSTI MONETA BANK (IFRS)

Příloha III: VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ SPOLEČNOSTI MONETA BANK (IFRS)

Příloha IV: UKAZATEL DUPONT (2015)

Příloha V: STRUKTURA KORPORÁTNÍHO PORTFOLIA DLE ODVĚTVÍ (2015)

Příloha VI: OSCILAČNÍ PÁSMA, VNITŘNÍ A TRŽNÍ CENA AKCIÍ MONETA

PŘÍLOHA I: BILANCE SPOLEČNOSTI MONETA BANK (IFRS)

CZK mil.	2012	2013	2014	2015	2016
Aktiva					
Pokladní hotovost a vklady u centrální banky	16 674	9 372	11 746	15 475	20 235
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku/ztráty	4	6	12	7	26
Realizovatelná finanční aktiva	8 902	22 835	20 401	13 255	13 749
Pohledávky za bankami	3 848	1 114	533	139	189
Pohledávky za klienty	101 502	97 493	107 197	108 437	11 860
Nehmotný majetek	940	889	646	429	744
Hmotný majetek	864	682	654	485	649
Dlouhodobá aktiva držena k prodeji	-	-	-	22	-
Goodwill	-	-	104	104	104
Majetkové účasti v přidružených společnostech	1	2	2	2	2
Pohledávky ze splatné daně	-	41	300	172	267
Pohledávky z odložené daně	1 672	1 664	1 251	944	805
Ostatní aktiva	546	524	557	566	749
Celková aktiva	134 953	134 622	143 403	140 037	149 379
Závazky					
Závazky vůči bankám	378	123	247	289	2 657
Závazky vůči klientům	96 944	93 641	97 006	108 698	116 252
Finanční závazky v reálné hodnotě vykázané do zisku do ztráty	1	5	16	8	7
Rezervy	346	359	390	543	416
Závazky ze splatné daně	58	-	-	1	29
Závazky z odložené daně	-	-	204	220	280
Ostatní závazky	3 239	2 447	2 957	2 439	2 470
Závazky celkem	100 966	96 575	100 820	112 198	122 111
Vlastní kapitál					
Základní kapitál	510	510	510	511	511
Emisní ážio	4 702	4 702	4 702	5 028	5 028
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	126	146	158	167	102
Oceňovací rozdíly z realizovatelných finančních aktiv	200	1	359	482	363
Fondy na úhrady vázané na akcie	4	2	(2)	(2)	(2)
Nerozdělený zisk	28 445	32 686	36 856	21 653	21 266
Vlastní kapitál celkem	33 987	38 047	42 583	27 839	27 268
Závazky a vlastní kapitál celkem	134 953	134 622	143 403	140 037	149 379

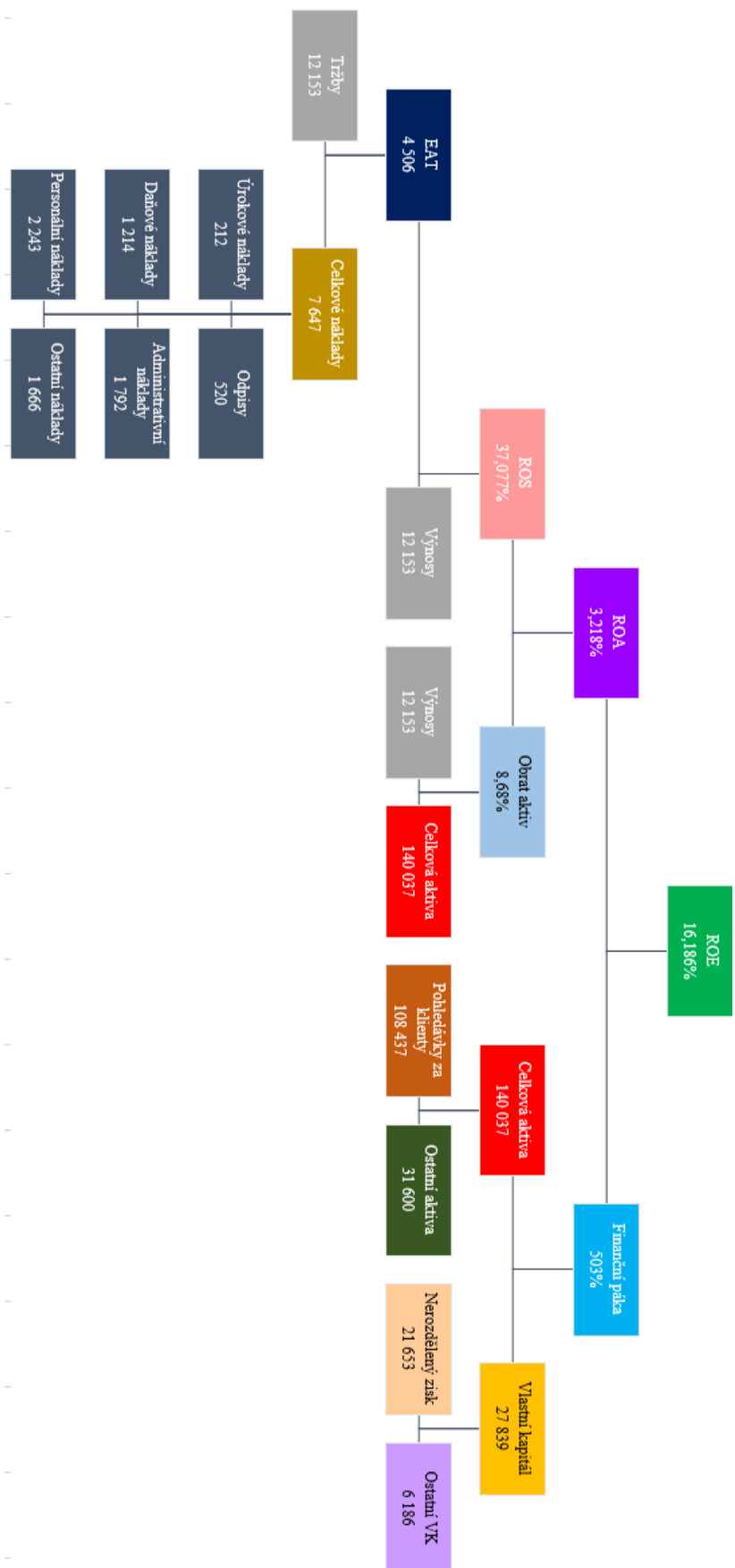
**PŘÍLOHA II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT SPOLEČNOSTI MONETA
BANK (IFRS)**

CZK mil.	2013	2014	2015	2016
Výnosy z úroků a podobné výnosy	10 385	9 670	9 522	8 494
Náklady na úroky a podobné náklady	(557)	(285)	(212)	(189)
Čistý výnos z úroků	9 828	9 385	9 310	8 305
Výnosy z poplatků a provizí	3 523	3 004	2 631	2 267
Náklady na poplatky a provize	(365)	(330)	(295)	(306)
Čistý výnos z poplatků a provizí	3 158	2 674	2 336	1 961
Výnosy z dividend	8	9	9	26
Čistý zisk z finančních operací	413	389	324	598
Ostatní provozní výnosy	167	174	123	168
Provozní výnosy celkem	13 574	12 631	12 102	11 058
Náklady na zaměstnance	(2 275)	(1 991)	(2 243)	(2 263)
Správní náklady	(1 887)	(1 933)	(1 792)	(2 022)
Odpisy majetku	(531)	(479)	(520)	(310)
Ostatní provozní náklady	(886)	(1 045)	(978)	(489)
Provozní náklady celkem	(5 579)	(5 448)	(5 533)	(5 084)
Zisk před zdaněním a zrátou ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	7 995	7 183	6 569	5 974
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	(2 554)	(1 742)	(849)	(927)
Zisk za účetní období před zdaněním	5 441	5 441	5 720	5 047
Daň z příjmu	(1 182)	(1 261)	(1 214)	(993)
Zisk po zdanění	4 259	4 180	4 506	4 054
Změna reálného hodnoty aktiv, oceňovací rozdíl rozvahový	(82)	519	165	132
Změna reálného hodnoty aktiv, oceňovací rozdíl výsledkový	(164)	(77)	(13)	(279)
Odložená daň	47	(84)	(29)	28
Ostatní úplný výsledek za účetní období po zdanění	(199)	358	123	(119)
Úplný výsledek hospodaření	4 060	4 538	4 629	3 935

PŘÍLOHA III: VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ SPOLEČNOSTI
MONETA BANK (IFRS)

CZK mil.	2013	2014	2015	2016
Výsledek hospodaření po zdanění				
Zisk za účetní období po zdanění	4 259	4 180	4 506	4 054
Úpravy:				
Odpisy hmotného a nehmotného majetku	531	479	520	310
Čistá ztráta ze znehodnocení úvěrů a pohledávek	2 547	1 742	849	927
Čistý zisk z realizovatelných finančních aktiv	(164)	(77)	(13)	(279)
Čistá ztráta z prodeje hmotného a nehmotného majetku	4	14	10	54
Výnosy z dividend	(8)	(9)	(9)	(26)
Daň z příjmu	1 182	1 261	1 214	993
Výsledek po úpravách	8 351	7 590	7 077	5 946
Změny v:				
Finanční aktiva v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	(2)	(6)	5	(19)
Úvěry a pohledávky za klienty	1 462	438	(2 089)	(4 350)
Ostatní aktiva	22	27	(9)	(183)
Závazky vůči bankám	(255)	124	42	2 368
Závazky vůči klientům	(3 303)	3 365	11 692	7 554
Finanční závazky v reálné hodnotě vykázané do zisku nebo ztráty	4	11	(8)	(1)
Ostatní závazky a rezervy	(779)	(8 646)	(39)	(96)
Výsledek po změnách	5 500	2 903	16 671	11 219
Zaplacené daně z příjmů	(1 225)	(1 159)	(788)	(835)
Čisté peněžní toky z provozních činností	4 275	1 744	15 883	10 384
Peněžní toky z investičních činností				
Nákup realizovatelných finančních aktiv	(31 191)	(24 990)	(16 398)	(3 489)
Prodej realizovatelných finančních aktiv	17 187	27 942	23 707	3 217
Akvizice dceřiné společnosti	-	(2 724)	-	-
Pořízení hmotného a nehmotného majetku	(315)	(191)	(191)	(852)
Prodej hmotného a nehmotného majetku	2	7	25	32
Přijaté dividendy	8	9	9	24
Čisté peněžní toky z investičních činností	(14 309)	53	7 152	(1 068)
Peněžní toky z finančních činností				
Fond na úhrady vázané na akcie	(2)	(4)	-	-
Vyplacené dividendy	-	-	(19 700)	(4 506)
Čisté peněžní toky z finančních činností	(2)	(4)	(19 700)	(4 506)
Čistá změna v peněžních prostředcích a ekvivalentech	(10 036)	1 793	3 335	4 810
Peněžní prostředky a ekvivalenty na začátku období	20 522	10 468	12 279	15 614
Peněžní prostředky a ekvivalenty na konci období	10 486	12 279	15 614	20 424
Přijaté úroky	9 805	9 093	8 698	7 803
Zaplacené úroky	(549)	(402)	(259)	(239)

PŘÍLOHA IV: UKAZATEL DUPONT (2015)



PŘÍLOHA V: STRUKTURA KORPORÁTNÍHO PORTFOLIA DLE ODVĚTVÍ (2015)

Struktura korporátního portfolia dle odvětví			
Název odvětví	Mil. CZK	Podíl %	Typ odvětví
Zemědělství	17 403	30,339%	Neutrální
Těžba surovin	17	0,030%	Cyklické
Potravinářský průmysl	1 783	3,108%	Neutrální
Textilní průmysl	406	0,708%	Cyklické
Dřevozpracující průmysl	685	1,194%	Cyklické
Chemický průmysl	1 204	2,099%	Cyklické
Hutnický průmysl	2 163	3,771%	Cyklické
Elektrotechnický průmysl	123	0,214%	Cyklické
Zpracovatelský průmysl	1 533	2,673%	Cyklické
Stavebnictví	3 395	5,919%	Cyklické
Velkoobchod	5 350	9,327%	Cyklické
Maloobchod	3 745	6,529%	Cyklické
Doprava a komunikace	6 384	11,129%	Cyklické
Finance	541	0,943%	Neutrální
Služby	10 371	18,080%	Cyklické
Veřejný sektor	166	0,289%	Neutrální
Zdravotnictví	1 291	2,251%	Neutrální
Energetika	802	1,398%	Neutrální
Celkem	57362	100%	
Celkový podíl (%) pro cyklická odvětví	61,67%		
Celkový podíl (%) pro neutrální odvětví	38,33%		

PŘÍLOHA VI: OSCILAČNÍ PÁSMO, VNITŘNÍ A TRŽNÍ CENA AKCIÍ MONETA

