

**Univerzita Hradec Králové**  
**Fakulta informatiky a managementu**  
**Katedra ekonomie**

**Fundamentální analýza**  
(Fundamentální analýza akcie Pilulka Lékárny, a. s.)  
Bakalářská práce

Autor: Hynek Schvach  
Studijní obor: Finanční management

Vedoucí práce: Ing. Jaroslava Dittrichová, Ph.D.

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci zpracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

V Hradci Králové dne 21. 4. 2023

Hynek Schvach

Poděkování:

Děkuji paní Ing. Jaroslavě Dittrichové, Ph.D. za vedení a podporu při tvorbě této bakalářské práce. Děkuji také za Vaši trpělivost, ochotu a čas, který jste mi věnovala při konzultacích a při řešení problémů. Vaše připomínky mi umožnily lépe pochopit problematiku a dále rozvíjet své schopnosti.



## **Anotace**

Bakalářská práce se zabývá fundamentální analýzou akcie Pilulka Lékárny, a. s. Jejím cílem je predikce vývoje kurzu tohoto cenného papíru.

Teoretická část zahrnuje vymezení finančního trhu a pojmů investování, akciové společnosti a akcie. Následně jsou popsány akciové analýzy, a to technická analýza, psychologická analýza a fundamentální analýza. Fundamentální analýza je detailněji popsána. V praktické části je provedena fundamentální analýza u vybrané akcie. Je představena analyzovaná společnost a zpracovány globální, odvětvová a firemní fundamentální analýzy. V globální fundamentální analýze jsou zpracována historická data a predikce pro reálný výstup ekonomiky, fiskální politiku, peněžní nabídku, úrokové sazby, inflaci a příliv, resp. odliv zahraničního kapitálu. V odvětvové fundamentální analýze je popsána životní fáze společnosti, tržní struktura odvětví a způsoby státní regulace v odvětví. Firemní fundamentální analýza se věnuje metodám a modelům pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Jsou jimi ziskové modely, bilanční modely, finanční analýza podniku, bonitní modely a bankrotní modely. Následuje shrnutí výsledků a vyjádření autora ke sledovaným otázkám, kde jsou prezentovány výsledky v souladu s teoretickými poznatky.

## **Annotation**

### **Title: Fundamental Analysis of the Stock**

The bachelor thesis deals with the fundamental analysis of the Pilulka Lékárny, a.s. stock and aims to predict the development of the value of this security.

The thesis begins with a theoretical part, which defines the financial market. Subsequently, it describes concepts such as investing, stock companies, and stocks. The topic then moves on to stock analysis, including technical analysis, psychological analysis, and fundamental analysis. Fundamental analysis is described in more detail.

The practical part focuses on fundamental analysis, introducing the analyzed company and proceeding to a global, sectoral, and corporate fundamental analysis. The global fundamental analysis includes historical data and predictions for the real output of the economy, fiscal policy, monetary supply, interest rates, inflation, and

foreign capital inflows or outflows. The sectoral fundamental analysis describes the company's life cycle, market structure, and methods of state regulation in the industry. Corporate fundamental analysis deals with methods and models for determining the internal value of the stock, including profit models, balance models, financial analysis of the company, credit models, and bankruptcy models. The results are then summarized, and the author's opinion on the questions examined in the thesis is presented, where the findings are in line with the theoretical knowledge.

# Obsah

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 1     | Úvod.....  | 1  |
| 2     | Cíl práce a metodika zpracování .....  | 2  |
| 3     | Finanční trhy .....  | 3  |
| 3.1   | Investování .....  | 5  |
| 3.2   | Akciové společnosti .....  | 5  |
| 3.3   | Akcie .....  | 6  |
| 4     | Akciové analýzy .....  | 8  |
| 4.1   | Technická analýza .....  | 8  |
| 4.2   | Psychologická analýza .....  | 10 |
| 4.3   | Fundamentální analýza .....  | 10 |
| 4.3.1 | Globální fundamentální analýza .....   | 12 |
| 4.3.2 | Odvětvová fundamentální analýza .....  | 15 |
| 4.3.3 | Firemní fundamentální analýza / Analýza jednotlivých akciových společností ..... | 18 |
| 5     | Fundamentální analýza vybraného podniku .....                                    | 26 |
| 5.1   | Představení společnosti .....  | 26 |
| 5.2   | Globální analýza .....   | 27 |
| 5.3   | Odvětvová fundamentální analýza .....  | 36 |
| 5.4   | Firemní fundamentální analýza .....  | 37 |
| 6     | Shrnutí výsledků .....   | 44 |
| 7     | Závěry a doporučení .....  | 47 |
| 8     | Seznam použité literatury .....  | 49 |
|       | Ostatní zdroje .....   | 49 |

## Seznam obrázků

|  |    |
|--|----|
| Obr. 1: Členění finančního trhu podle základních druhů finančních investičních instrumentů ..... | 4  |
| Obr. 2: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem ve velmi krátkém období .....           | 11 |
| Obr. 3: Graf vývoje HDP v ČR.....  | 28 |
| Obr. 4: Graf vývoje úrokových sazeb ČNB.....   | 31 |
| Obr. 5: Graf vývoje inflace.....   | 34 |
| Obr. 6: Graf vývoje finančního účtu .....  | 35 |

## Seznam tabulek

|  |    |
|--|----|
| Tab. 1: Základní údaje společnosti ..... | 26 |
| Tab. 2: Saldo státního rozpočtu.....     | 29 |
| Tab. 3: Peněžní agregáty ČR .....        | 30 |
| Tab. 4: Sazby ČNB .....                  | 32 |
| Tab. 5: Meziroční inflace .....          | 33 |
| Tab. 6: Ukazatele rentability.....       | 37 |
| Tab. 7: Ukazatele zadluženosti .....     | 38 |
| Tab. 8: Ukazatele likvidity .....        | 39 |
| Tab. 9: Ukazatele aktivity.....          | 40 |
| Tab. 10: Rychlý test.....                | 41 |
| Tab. 11: Index bonity.....               | 41 |
| Tab. 12: Z-score .....                   | 42 |
| Tab. 13: Taflerův bankrotní model .....  | 43 |



# 1 Úvod

V dnešní době je investování do akcií stále populárnější a přístupnější než kdykoliv dřív. Pokud se však nevěnuje pozornost kvalitnímu výzkumu a analýze, může být investice neúspěšná a riskantní. Proto je důležité, aby investoři měli schopnost rozpoznat klíčové faktory, které ovlivňují tržní cenu akcií a aby byli schopni použít efektivní metody pro hodnocení potenciálu akcie. Jednou z nejefektivnějších metod pro tuto schopnost je fundamentální analýza, kterou lze použít k hodnocení potenciálu akcie.

Cílem této bakalářské práce je provést fundamentální analýzu akcie společnosti Pilulka Lékárny, a. s. Je vybrána společnost sídlící v České republice z důvodu jednodušší dostupnosti informací a snížení rizika nuceného odprodeje akcií. Práce je rozdělena do teoretické a praktické části.

Teoretická část je věnována finančnímu trhu a akciovým analýzám. Od vymezení finančního trhu a motivace vstupu investorů na tento trh je zaměřena pozornost na akciové společnosti a akcie. Další kapitola se pak věnuje nejpoužívanějším akciovým analýzám. Těmi jsou fundamentální analýza, technická analýza a psychologická analýza. Nejdříve je obecněji popsána technická a psychologická analýza. Detailněji zpracovaná je fundamentální analýza, která se v rámci podkapitol zabývá metodami a modely, které jsou používány pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.

Praktická část se věnuje fundamentální analýze vybraného podniku. V této části je představena zvolená společnost Pilulka Lékárny, a. s. a je provedena globální, odvětvová a firemní fundamentální analýza. V globální fundamentální analýze jsou zpracována historická data a predikce pro reálný výstup ekonomiky, fiskální politiku, peněžní nabídku, úrokové sazby, inflaci a příliv, resp. odliv zahraničního kapitálu. V odvětvové fundamentální analýze je popsána životní fáze společnosti, tržní struktura odvětví a způsoby státní regulace v odvětví. Firemní fundamentální analýza se věnuje metodám a modelům pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.

## 2 Cíl práce a metodika zpracování

Cílem bakalářské práce je využití fundamentální analýzy k predikci vývoje kurzu vybraného cenného papíru. Bakalářská práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část.

Teoretická část je zpracována na základě literatury ze seznamu. Nejdříve se věnuje finančnímu trhu, ve kterém je směřována pozornost k investování, akciovým společnostem a akciím. Následující kapitola se zabývá nejpoužívanějšími akciovými analýzami. Jimi jsou technická, psychologická a fundamentální analýza. Technická a psychologická analýza je popsána obecněji. Detailnější pohled je věnován fundamentální analýze, která je rozdělena na globální, odvětvovou a firemní fundamentální analýzu.

Praktická část je zpracována na základě ostatních zdrojů. Tabulky a grafy vytvořené autorem byly zpracovány na základě dat z těchto zdrojů v Microsoft Excelu. Pro aplikování fundamentální analýzy akcie je zvolena společnost Pilulka Lékárny, a. s.

Kapitola věnovaná praktické části s názvem *Fundamentální analýza vybraného podniku* nejdříve představuje vybranou akciovou společnost. Následují tři podkapitoly, ve kterých se analyzuje globální, odvětvová a firemní fundamentální analýza zvoleného podniku.

Globální analýza popisuje HDP, fiskální politiku, peněžní nabídku, úrokové sazby, inflaci a příliv, resp. odliv zahraničního kapitálu.

V odvětvové analýze je určena životní fáze společnosti, tržní struktura odvětví a způsoby státní regulace v odvětví.

Firemní fundamentální analýza se věnuje metodám a modelům pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Těmi jsou ziskové modely, bilanční modely, finanční analýza podniku, bonitní modely a bankrotní modely.

Práce je zakončena shrnutím a závěrem s vyhodnocením a doporučením autora.

### 3 Finanční trhy

Finanční trh představuje místo, kde se střetávají ekonomické subjekty (domácnosti, firmy, stát), které mají nadbytek, nebo deficit (nedostatek) finančních prostředků.

Na finanční trh vstupují z potřeby zhodnocení volných finančních prostředků, nebo naopak z potřeby získání finančních prostředků na realizaci zamýšlených investic. Toho docilují nákupem nebo emisí (vydáváním) různých finančních instrumentů.

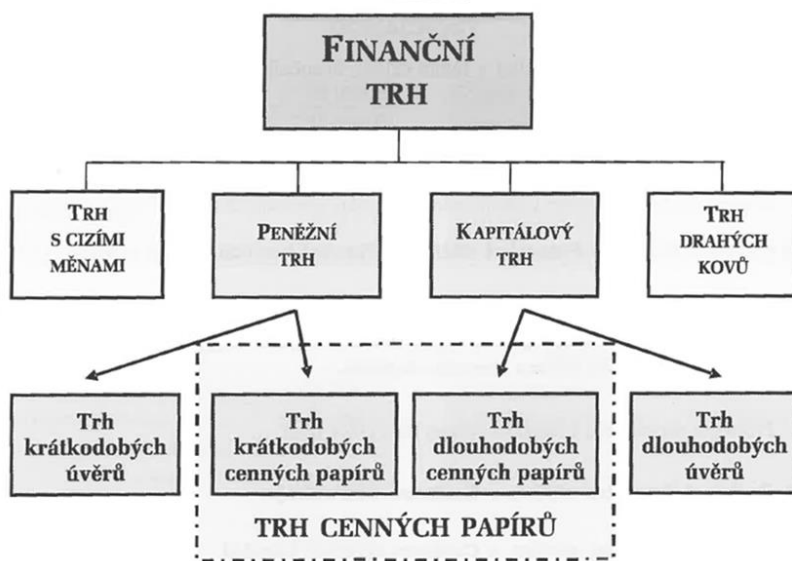
Svou činností zároveň napomáhají k vytváření likvidity. (Revenda, 2012, str. 69)

Třetí skupinou subjektů, které působí na finančních trzích jsou bankovní a nebankovní zprostředkovatelé, kteří napomáhají k přesunu finančních prostředků mezi ostatními účastníky na finančních trzích. Zapojením bankovních a nebankovních zprostředkovatelů se minimalizují transakční a informační náklady. (Veselá, 2019, str. 23)

Racionální investor odkládá část svého důchodu na vytváření investičního majetku. Při rozhodování, do kterých finančních instrumentů alokuje (přerozdělí) své úspory bere v úvahu následující faktory:

- celkovou hodnotu svého bohatství a jeho očekávaný vývoj,
- očekávanou výnosnost určitého investičního instrumentu,
- očekávanou míru likvidity určitého investičního instrumentu,
- očekávanou výši rizika. (Revenda, 2012, str. 141)

Následně si investor může sestavovat portfolio podle svých preferencí z několika základních druhů investičních instrumentů. Jejich dělení zobrazuje následující obrázek:



**Obr. 1: Členění finančního trhu podle základních druhů finančních investičních instrumentů**

Zdroj: Rejnuš 2014, str. 61

Finanční trhy můžeme dále dělit na primární a sekundární a na veřejný a neveřejný.

Toto dělení podrobněji popíšeme v následujících kapitolách.

Tématem této práce je však fundamentální analýza akcie. Od části základních druhů finančních instrumentů tedy ustoupíme a dále zúžíme sledovanou oblast pouze na kapitálový trh.

Nejvýznamnějšími finančními instrumenty na kapitálovém trhu jsou akcie a dlouhodobé dluhopisy (obligace). (Rejnuš, 2014, str. 63) Za dlouhodobé cenné papíry považujeme ty, které mají dobu splatnosti delší než 1 rok.

Rejnuš uvádí, že významnou výhodou akcií a obligací je jejich převoditelnost, tedy obchodovatelnost. (Rejnuš, 2014, str. 63)

Ekonomické subjekty vstupují do kapitálového trhu z důvodu potřeby financování investic většího rozsahu, snahy po efektivním zhodnocení volných peněžních prostředků nebo snahy získat podílovou účast v jiných firmách. (Valach, 2010, str. 243)

Potřeba financování investic nebo snaha získat účast v jiných firmách je pak hlavním důvodem vstupu na kapitálový trh pro akciové společnosti.

### **3.1 Investování**

Investování je obětování určité přesně známé dnešní hodnoty za účelem získání vyšší, i když ne jisté hodnoty v budoucnu. Investice lze dělit na reálné a finanční. Reálné investice představují přímé podnikání, nákup nemovitostí, nákup movitých věcí a nákup komodit. Finanční investice představují peněžní vklady, poskytování úvěrů a půjček, nákup cenných papírů a další. (Rejnuš, 2014, stránky 52, 53)

Při rozhodování, do jaké investice vloží investor své peněžní prostředky sehrává důležitou roli míra rizika, likvidity a návratnosti investic.

Dalšími faktory ovlivňující rozhodnutí jsou: poplatky, daně, investiční horizont a měnové riziko. Konkrétní investice se doporučuje investorovi podle jeho stanoveného rizikového profilu. [22]

### **3.2 Akciové společnosti**

Jílek popisuje akciovou společnost jako *společnost, jejíž základní kapitál je rozvržen na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě. Společnost odpovídá za porušení svých závazků celým svým majetkem. Akcionář neručí za závazky společnosti.* (Jílek, 2009, str. 60)

Jedná se o převládající právní formu obchodních korporací ve vyspělých státech. (Revenda, 2012, str. 151)

Omezené ručení akcionářů za své závazky významně napomáhá vzniku společností s vyšším podnikatelským rizikem. Akcionáři totiž realizují i takové podnikatelské záměry, do kterých by jinak měli strach vstupovat. (Jílek, 2009, str. 16) Nevýhodou naopak je například její obtížnější založení, kontrola ze strany státu a dvojitý zdanění příjmů. (Synek, 2015, str. 83)

Minimální základní kapitál akciové společnosti musí být alespoň 2 000 000 Kč, nebo 80 000 EUR, pokud akciová společnost vede účetnictví v eurech. [24]

*Společnost je řízena v zájmu akcionářů výborem ředitelů. Akcionáři se mohou zúčastnit každoroční valné hromady, kde volí výbor ředitelů a případně další členy vrcholného vedení, schvalují účetní závěrky a činí další rozhodnutí. (Jílek, 2009, str. 20)*

Při vzniku nebo pro svůj další rozvoj akciová společnost emituje akcie.

Akciová společnost při svém vzniku nebo pro získání kapitálu pro svůj další rozvoj emituje akcie. (Veselá, 2019, str. 263)

### **3.3 Akcie**

Akcie je cenný papír, se kterým je spojeno právo akcionáře jako společníka podílet se na řízení, zisku a likvidačním zůstatku společnosti. (§ 256 odst. 1 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích) [35]

Akcie mají dvě podoby a to listinnou, kdy existují jako cenné papíry, které má akcionář u sebe, nebo zaknihovanou, kdy jsou registrovány v registru cenných papírů. (Jílek, 2009, str. 26)

Dále se dělí na kmenové (běžné), které majiteli zaručují pouze „standardní“ práva, (Rejnuš, 2014, str. 231) a prioritní (preferenční), které majiteli dávají navíc právo na přednost při výplatě dividend a při rozdělování likvidačního zůstatku společnosti. Obvykle bývají spojeny s pevnou dividendou a nejsou a nebývají spojeny s hlasovacím právem. (Jílek, 2009, str. 23)

Každá akcie musí obsahovat:

- *firmu a sídlo společnosti,*
- *jmenovitou hodnotu,*
- *označení formy akcie, u akcie na jméno firmu, název nebo jméno akcionáře,*
- *výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie,*

- *datum emise.* (Jílek, 2009, str. 64)

Akcie se nejdříve vydávají na primárním trhu, na kterém emitent získává volné finanční prostředky. (Veselá, 2019, str. 30)

Následně mohou být obchodovány na sekundárním trhu.

Při vstupu na sekundární trh akciová společnost již nezískává další peněžní prostředky. Její motivací je reklama, která je spojena s obchodováním na sekundárním trhu. (Jílek, 2009, str. 117)

Revenda uvádí, že akciových společností obchodovaných na sekundárním trhu je jen malá část. (Revenda, 2012, str. 151)

O dostupnosti pro potenciální zájemce o akcie ale nerozhoduje jen vstup na sekundární trh. Trh lze dále rozdělit na veřejný a neveřejný. Při veřejném obchodování jsou akcie prodávány obvykle za nejvyšší nabídnout cenu, zatímco na neveřejných trzích probíhají smluvní obchody na základě individuálně dohodnutých podmínek. (Rejnuš, 2014, str. 66)

Pokud se rozhodneme vstoupit na sekundární veřejný akciový trh, je vhodné umět ocenit akciový titul.

## 4 Akciové analýzy

Oceňování akcií je možné řešit třemi hlavními metodami: technickou, psychologickou a fundamentální. (Jílek, 2009, str. 95)

*Všechny tři uvedené analytické přístupy předpokládají existenci špatně oceněných, tedy jinými slovy podhodnocených a nadhodnocených akcií na trhu.* (Veselá, 2019, str. 340)

Vedle těchto metod je možné použít i další přístup označovaný jako teorie efektivních trhů. Nejedná se ale o akciovou analýzu. Zastupitelé této metody tvrdí, že neexistují špatně oceněné cenné papíry a nepřipouští možnost dosahovat na trhu dlouhodobě nadprůměrných výsledků (Veselá, 2019, str. 340)

### 4.1 Technická analýza

Nejstarším analytickým přístupem zabývajícím se kurzovým vývojem finančních instrumentů je technická analýza. Postupy, které se dodnes používají vznikaly již v 18. století. (Veselá, 2019, str. 512)

Technická analýza se zaznamenává v grafické podobě. Předpokládá, že tržní cena akcií již zahrnuje všechny faktory, které cenu ovlivňují. Studuje samotný trh a nikoliv faktory, které trh ovlivňují. (Jílek, 2009, str. 102) Vedle grafické podoby využívá také technické indikátory. (Veselá, 2019, str. 525)

Techničtí analytici se zaměřují na odhalení vzestupného či sestupného akciového trendu za využití publikovaných dat (tržní cena jednotlivých akcií, indexy, objemy obchodu a technické indikátory) a zaměřuje se na relativně krátké období. (Musílek, 2002, stránky 277, 327)

Základní principy technické analýzy je možné shrnout do tří tezí:

- vývoj na trhu diskontuje všechno,
- existují vzory v pohybu kurzů,
- historie se opakuje. (Veselá, 2019, str. 515)



Výhodami technické analýzy jsou:

- adaptabilita – lze ji použít na jakýkoliv předmět obchodování,
- flexibilita – soustřeďuje se na celé trhy a je tak flexibilnější než ostatní analýzy,
- celkový pohled – představuje celkový pohled na trhy. Dění na jednom trhu může současně znamenat pohyb na jiném trhu. (Jílek, 2009, str. 113)

Nevýhodami technické analýzy jsou:

- samosplňující se věštění – účastníci na trhu, kteří jsou seznámeni se vzory grafů jednájí ve shodě a tím dochází k samosplňujícímu se věštění,
- teorie náhodné procházky – na základě minulosti nelze cenu akcie stanovit a historie není spolehlivým indikátorem, (Jílek, 2009, str. 113)
- subjektivní úsudek – *úspěch aplikace technické analýzy do značné míry záleží na analytikově dovednosti, zkušenosti, ale i na jeho subjektivním úsudku.* (Veselá, 2019, str. 515)

Základy moderní technické analýzy položil Charles Dow. (Jílek, 2009, str. 103)

Dowova teorie vychází z předpokladu, že základní burzovní indexy odrážejí ekonomický vývoj a podle jejich pohybu lze odhadnout i budoucí vývoj cen na akciových trzích. (Kovanicová, 1997, str. 155)

Dowova teorie je založena na šesti tvrzeních:

- trh má tři trendy,
- tři fáze primárních trendů,
- ceny akcií odráží veškeré informace,
- trendy existují, dokud definitivní signály neprokáží, že skončily,
- trendy se potvrzují objemy,
- indexy se musí potvrdit. (Jílek, 2009, str. 103)

Dalšími teoriemi technické analýzy jsou Gannovy teorie a teorie Elliotových vln. (Veselá, 2019, str. 513)

## **4.2 Psychologická analýza**

Psychologická analýza je založena na odhadu budoucího jednání lidí. (Jílek, 2009, str. 95) *Vychází z předpokladu, že akciové trhy jsou pod silným vlivem masové psychologie burzovního publika, jež tím, že působí na účastníky trhu, ovlivňuje úroveň kurzů.* (Rejnuš, 2014, str. 372)

Psychologická analýza předpokládá, že chování účastníků trhu je převážně iracionální a ovlivněno emocemi. Zastupitelé této metody tvrdí, že nemá význam pokoušet se určit vnitřní hodnotu akciového titulu, nebo určovat trend, protože vliv masové psychologie je silnější než tyto subjektivní pohledy. Psychologická analýza se pokouší odhadovat chování účastníků trhu a následně doporučuje chovat se opačně než většina, protože předpokládá, že většina účastníků trhu jedná chybně.

*Podobně jako ostatní analýzy je založena na tom, že menšina odhalí chování většiny a přelstí ji.* (Jílek, 2009, str. 114)

Nejvýznamnějšími teoretickými koncepcemi zabývajícími se vlivem masové psychologie na kurzy akcií jsou: Keynesova spekulativní rovnovážná hypotéza, Kostolanyho burzovní psychologie, teorie spekulativních bublin a Drasnarova koncepce psychologické analýzy. (Rejnuš, 2014, str. 372)

## **4.3 Fundamentální analýza**

Nejvšestrannější a nejvyužívanější analýzou současnosti je fundamentální analýza. (Veselá, 2019, str. 341) Soustřeďuje se zejména na střední a dlouhé období. Její modely jsou založeny na fundamentálních datech (zisky, tržby, očekávaný růst zisku a dividend, finanční analýza). (Musílek, 2002, str. 327)

Cílem fundamentální analýzy je určit vnitřní hodnotu akcií.

Vnitřní hodnotu akcie lze definovat jako individuální názor účastníka akciového trhu na to, jaký by měl být „spravedlivý kurz“ dané akcie.

Vztah mezi akciovým kurzem a vnitřní hodnotou akcie zobrazuje následující obrázek:



**Obr. 2: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem ve velmi krátkém období**

Zdroj: Rejnuš 2014, str. 238

Pokud se akciový kurz analyzované akcie pohybuje pod její vnitřní hodnotou, lze ji považovat za podhodnocenou. Pokud je akciový kurz naopak vyšší než její vnitřní hodnota, považujeme takovou akcii za nadhodnocenou. (Rejnuš, 2014, str. 237)

Jílek uvádí, že pojem vnitřní hodnoty je však velmi subjektivní a může se pohybovat podle různých metod ve stovkách procent. (Jílek, 2009, str. 96)

Výhodou fundamentální analýzy je schopnost odpovídat na složitější otázky typu „proč je daná akcie podhodnocená nebo nadhodnocená a lze do budoucna očekávat růst nebo pokles fundamentálních veličin?“ (Veselá, 2019, str. 345)

Nevýhodou fundamentální analýzy je obtížnost získávání a věrohodnost potřebných dat. (Jílek, 2009, str. 96)

*Vzhledem ke skutečnosti, že fundamentální analýza je analýzou komplexní, zabývající se zkoumáním mnoha různých druhů faktorů, provádí se prostřednictvím různých analytických metod, jež lze při řešení konkrétní investiční úkoly používat jak samostatně, tak je i vhodně kombinovat.* (Rejnuš, 2014, stránky 238,239)

Obecně se zaměřuje na zkoumání faktorů na třech úrovních: makroekonomické (globální), odvětvové a jednotlivých společností (firemních). (Musílek, 2002, str. 277)

### **4.3.1 Globální fundamentální analýza**

Globální fundamentální analýza analyzuje ekonomiku jako celek a zkoumá vztahy mezi vývojem globálních agregátů a pohybem akciových kurzů. (Rejnuš, 2014, str. 239)

Revenda uvádí, že globální fundamentální analýza je nejvýznamnější skupinou faktorů, které ovlivňují akciové kurzy. (Revenda, 2012, str. 153)

Hlavním cílem fundamentální analýzy je identifikovat, prozkoumat a zhodnotit vliv celé ekonomiky a trhu na hodnotu analyzované akcie. (Veselá, 2019, str. 345)

Nejvýznamnějšími faktory, které ovlivňují vývoj akciových trhů z hlediska globálního pohledu jsou: reálný výstup ekonomiky, fiskální politika, peněžní nabídka, úrokové sazby, inflace, příliv, resp. odliv zahraničního kapitálu a kvalita investičního prostředí. (Rejnuš, 2014, str. 239)

#### **Reálný výstup ekonomiky**

Akciové kurzy reagují svými růsty a poklesy na probíhající hospodářské výkyvy. (Rejnuš, 2014, str. 240) Zpravidla vývoj reálné ekonomiky předbíhají o několik měsíců. Akciový index je proto považován za spolehlivý indikátor pro prognózu změny jednotlivých fází v hospodářském cyklu. (Musílek, 2002, str. 280)

Změny akciových kurzů vyvolávají změny spotřebitelského i podnikatelského chování a rozhodování o výdajích jednotlivých ekonomických subjektů, takže tím, že ovlivňují poptávku po zboží, službách a výrobních faktorech, ovlivňují zároveň i budoucí vývoj ekonomiky. (Rejnuš, 2014, str. 240)

#### **Fiskální politika**

Fiskální politikou je možno rozumět správu a řízení příjmů, výdajů a dluhu vlády daného státu. Na atraktivnosti akcií mají vliv především daně z příjmů. Ty snižují dosažené (hrubé) zisky firem, což se negativně promítá do výše vyplacených dividend a omezuje možnosti dalšího rozvoje akciových společností. To vše snižuje

atraktivnost akcií a působí na snižování jejich tržních cen. Dalším souvisejícím faktorem je i výdajová politika vlády, která může mít pozitivní i negativní vliv. O pozitivní vliv se jedná tehdy, pokud jsou vládní výdaje použity na nákup produktů a služeb příslušných akciových společností. Negativní, zvyšují-li rozpočtový deficit, který musí být následně financován emisemi vládních dluhopisů, což vede ke zvyšování úrokových sazeb. (Rejnuš, 2014, str. 240)

## **Peněžní nabídka**

Růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích.

Veselá k tomuto tvrzení uvádí tři možné výklady:

- Efekt likvidity

Při náhlém zvýšení peněžní nabídky začnou investoři pociťovat nadbytek likvidity, tedy nadbytek volných finančních prostředků. Tyto prostředky budou investovat do luxusních instrumentů, mezi nimi také do akcií. Poptávka po akciích potom klesne a s ní i akciové kurzy.

- Transmisní mechanismus

Podle transmisního mechanismu zvýšení peněžní nabídky a nadbytek volných finančních prostředků podnítl poptávku po dluhopisech. Dojde k vzestupu kurzů dluhopisů a k poklesu jejich výnosových měr. Pro investory se proto stane investice do dluhopisů drahou a výnosově neatraktivní. Svou nabídku tedy přenesou na trh akcií. To povede k růstu poptávky po akciích a následnému vzestupu jejich kurzů. Náhlé snížení peněžní nabídky by vyvolalo opačný efekt.

- Nepřímý transmisní mechanismus

Podle nepřímého transmisního mechanismu náhlý nárůst peněžní nabídky sníží úrokové míry, což povede k poklesu cen volných finančních prostředků. Firmy zvýší investiční činnost, což povede k jejich vyšším ziskům. Vyšší zisky firem

následně způsobí růst akciových kurzů. Náhlé snížení peněžní nabídky vyvolá opačný efekt. (Veselá, 2019, str. 352)

### **Úrokové sazby**

U úrokových sazeb platí inverzní vztah. Pokud se úrokové sazby zvyšují, dochází k poklesu kurzů akcií. Naopak pokud se úrokové sazby snižují, kurzy akcií rostou. (Musílek, 2002, str. 283)

K této skutečnosti vedou tři důvody:

1. Ohodnocování akciových instrumentů spočívá v převodu, tedy diskontování budoucích příjmů z akcie na současnou hodnotu. S růstem úrokových měr investoři požadují vyšší výnosovou míru. To způsobuje pokles současné hodnoty budoucích příjmů, tedy k poklesu vnitřní hodnoty akcií. (Veselá, 2019, str. 346)
2. Růst úrokových měr zvyšuje dluhopisové výnosy a odčerpává z akciového trhu peněžní prostředky. (Rejnuš, 2014, str. 242)
3. Růst úrokových měr zvyšuje náklady firem na externí financování. To vede ke sníženému očekávání budoucích zisků a k poklesu tržních cen akcií. (Rejnuš, 2014, str. 242)

### **Inflace**

Inflace působí na akciové kurzy ovlivňováním čistého zisku akciových společností a ovlivňováním rozhodování investorů při alokaci finančních prostředků. (Musílek, 2002, str. 286)

Rozhodování investorů je ovlivněno tím, že inflace zvyšuje nejistotu v ekonomie. V důsledku toho pro investory roste investiční riziko. Tím dochází k poklesu poptávky po akciím a následně k poklesu jejich tržních cen. (Rejnuš, 2014, str. 242)

Veselá dodává, že přestože inflace působí na tržní ceny akcií negativně, nemá příliš významný vliv. (Veselá, 2019, str. 347)

### **Příliv, resp. odliv zahraničního kapitálu**

Přemísťování kapitálu z jedné země do druhé má mimořádný vliv na cenový kurz akcií. Příliv kapitálu způsobuje růst cenových kurzů akcií a odliv způsobuje jejich pokles. (Rejnuš, 2014, str. 243)

Přemísťování kapitálu jsou nejvíc ovlivněny trhy s nízkou likviditou. (Veselá, 2019, str. 535)

### **Kvalita investičního prostředí**

Představuje všeobecné podmínky, které mají vliv na důvěru investorů při zamýšlení investic. Pro investory představují nejdůležitější faktory: schodky a nerovnováha, cenové regulace a černý trh, ekonomické a politické šoky, korupce, hospodářská kriminalita a právní systém. (Rejnuš, 2014, str. 243)

Obecně tyto faktory způsobují pokles tržních cen akcií. Významný vliv na to má obtížnost jejich predikování. (Veselá, 2019, str. 354)

### **4.3.2 Odvětvová fundamentální analýza**

Jednotlivá odvětví podnikání jsou odlišně citlivá na vývoj ekonomiky.

Cílem odvětvové fundamentální analýzy je rozpoznat a detailně popsat nejvýznamnější specifika jednotlivých odvětví a následně prognózovat jejich budoucí vývoj. (Rejnuš, 2014, str. 239)

Odvětvová analýza se zaměřuje především na: životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský výsledek, tržní strukturu odvětví, způsoby státní regulace v odvětví a perspektivy budoucího vývoje odvětví. (Rejnuš, 2014, str. 245) (Veselá, 2019, str. 359)

## **Životní cyklus odvětví**

Jednotlivá odvětví se nachází v jedné ze tří fází životního cyklu. Jsou jimi:

### Pionýrská fáze

Je počáteční životní fází odvětví. V této fázi firmy nabízejí nové a inovační produkty. Firmy mohou dosahovat nadprůměrného zisku. Nadprůměrný zisk ale láká konkurenci. To způsobuje velký příliv nových firem do odvětví. Tím zpravidla po krátké době zaniká. (Veselá, 2019, str. 360)

### Fáze rozvoje

Po zániku pionýrské fáze odvětví vstupuje do fáze rozvoje. Odvětví se stabilizuje. Dochází tedy ke zmírnění kolísavosti zisku, tržeb, vnitřní hodnoty a akciových kurzů firem. Konkurence se udržuje stále poměrně vysoká a zisky firem nadále rostou, ale již klesajícím tempem. (Veselá, 2019, str. 360)

### Fáze stabilizace

Poslední fáze stabilizace je charakteristická vysokou stabilitou zisků, tržeb, vnitřních hodnot i akciových kurzů. V této fázi životního cyklu mají významné postavení na trhu zavedené, silné a stabilní firmy. Výnosová míra v odvětví klesá, ale s ní klesá i riziko kolísavosti zisku. Může docházet k nárůstu objemu produkce, ale ceny této produkce rapidně klesají. Pokles mohou zaznamenat i zisky, vnitřní hodnoty a akciové kurzy. (Veselá, 2019, stránky 360, 361)

## **Citlivost odvětví na hospodářský výsledek**

Z hlediska citlivosti na hospodářský cyklus se jednotlivá odvětví dělí na cyklická, neutrální a anticyklická. (Rejnuš, 2014, str. 245)

### Cyklická odvětví

Cyklická odvětví zahrnují většinu firem. Cyklické odvětví je charakteristické tím, že firmy dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v období expanze, zatímco



v recesi se dostávají do těžkostí. Spadají sem producenti výrobků a služeb, kteří podnikají v oblastech, ve kterých může kupující nákup odložit na pozdější dobu. (Rejnuš, 2014, str. 245)

Veselá uvádí, že vývoj cyklického odvětví je nejobtížnější na analyzování vlivem omezených možností využívání historických dat. (Veselá, 2019, str. 363)

### Neutrální odvětví

Firmy spadající do neutrálního odvětví pocítují minimální dopad při změnách hospodářských cyklů. Producenti prodávají takové produkty a služby, jejichž nákup kupující nemohou dlouhodobě odkládat. (Rejnuš, 2014, str. 245)

Neutrální odvětví je nejsnazší na analyzování a prognózování vývoje tržeb. Je v něm možné opírat se o historický vývoj tržeb, zisků a akciových kurzů více než u ostatních odvětví. (Veselá, 2019, str. 363)

### Anticyklická odvětví

Firmy v anticyklickém odvětví dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v období recese, a naopak slabších hospodářských výsledků v období expanze. (Rejnuš, 2014, str. 245)

### **Tržní struktura odvětví**

Dělí se na monopolní, oligopolní a konkurenční.

### **Způsoby státní regulace v odvětví**

Každé odvětví je vystaveno nějaké formě regulace. Přísnost, striktnost, metody a nástroje regulace se liší. (Veselá, 2019, str. 367)

Těmito regulacemi mohou být například:

- určování maximálních cen – ovlivňuje ziskové marže firem,
- omezení vstupu do odvětví (licenční podmínky) – může mít i pozitivní vliv zabraňováním vstupu konkurence do odvětví,

- regulace vyvolávající dodatečné náklady firem (např. ochrana životního prostředí). (Rejnuš, 2014, str. 246)

Státní regulace v odvětví mohou tedy způsobovat růst i pokles akciových kurzů firem.

### **Perspektivy budoucího vývoje odvětví**

Investoři berou v úvahu předpokládané inovační procesy. Podle očekávaného stupně vědeckotechnického rozvoje lze určit rozvojová nebo útlumová odvětví. (Rejnuš, 2014, str. 246)

### **4.3.3 Firemní fundamentální analýza / Analýza jednotlivých akciových společností**

Zaměřuje se na ohodnocení jednotlivých firemních fundamentálních charakteristik a faktorů. (Veselá, 2019, str. 369)

Analýzy se sestávají ze tří na sebe navazujících dílčích etap, jimiž jsou: retrospektivní analýza, analýza současné ekonomické situace podniku a perspektivní (výhledová) analýza. (Rejnuš, 2014, str. 247)

#### Retrospektivní analýza

Zkoumá nejvýznamnější vývojové etapy v minulosti. Jejím účelem je zjistit, jak se vyvíjela podniková struktura, jaké finanční prostředky měl podnik k dispozici a jak se dlouhodobě vyvíjely jeho výnosy. Zkoumá také změny vlastníků ve společnosti. (Rejnuš, 2014, str. 247)

#### Analýza současné ekonomické situace podniku

Analyzuje současnou situaci podniku pomocí současných hospodářských výsledků a ukazatelů s nimi souvisejícími. (Rejnuš, 2014, str. 248)

### Perspektivní (výhledová) analýza

Zkoumá vývoj celé ekonomiky, jejíž součástí je sledovaný podnik. Analyzuje za použití makroekonomických, případně odvětvových faktorů. Především pak úrokových sazeb, měnových relací, inflací a daněmi. (Rejnuš, 2014, str. 248)

## **Metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie**

### **Dividendové diskontní modely**

Fungují na principu diskontování očekávaných dividend z akcií na jejich současnou hodnotu. (Rejnuš, 2014, str. 249)

V praxi má tato metoda omezené použití. (Jílek, 2009, str. 96)

Jílek uvádí že dividendové diskontní modely jsou problémové, neboť zde existuje příliš mnoho proměnných, které nelze předem stanovit. Ocenění je proto založeno na odhadech. (Jílek, 2009, str. 99)

*S ohledem na předpokládanou dobu držby akcie a charakter uvažovaných budoucích příjmů z akcie je možné vytvářet dva typy dividendových diskontních modelů:*

- 1. dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby,*
- 2. dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby. (Veselá, 2019, str. 374)*

### Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby

V praxi se jedná o využívanější metodu. Používají je analytici, kteří nemají v úmyslu v blízké budoucnosti prodávat analyzované akcie. Vnitřní hodnota akcií je zde dána současnou hodnotou budoucích dividend. (Veselá, 2019, str. 375)

### Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby

Používá se při oceňování akcií, u kterých se předpokládá jejich prodej v brzké době, zpravidla do 2 let. Budoucí příjmy z akcie jsou tvořeny očekávanými dividendami, které budou vyplaceny ještě před prodejem akcií. (Veselá, 2019, str. 375)

## **Ziskové modely**

Patří k nejpoužívanějším metodám určování vnitřních hodnot akcií. Jedná se většinou o modifikované dividendové diskontní modely, které se zaměřují na investiční horizont kratší než 3 roky. (Rejnuš, 2014, str. 258)

Jsou založeny na dividendové politice a na zisku na akcii. Ziskové modely předpokládají, že se společnost každoročně snaží vyplácet dividendy ve stejném poměru k zisku. (Jílek, 2009, str. 99)

Jejich konstrukční podstata vychází z poměrového ukazatele P/E. (Rejnuš, 2014, str. 258)

## **Bilanční modely**

Opírají se o údaje z rozvahy a oceňují jednotlivé složky aktiv a pasiv podniku. (Rejnuš, 2014, str. 264)

Veselá uvádí 5 různých bilančních modelů: účetní hodnotu, substanční hodnotu, likvidační hodnotu, reprodukční hodnotu a substituční hodnotu. (Veselá, 2019, str. 441)

*Uvedené bilanční modely se liší vypovídající schopností, postupem a obtížností výpočtu, ale i oblibou mezi analytiky.* (Veselá, 2019, str. 441)

## Účetní hodnota

Je rozdílem mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Vydělením účetní hodnoty vlastního kapitálu počtem vydaných akcií získáme účetní hodnotu připadající na jednu akcii. (Musílek, 2002, str. 320) Tuto hodnotu je možné ztotožnit s vnitřní hodnotou akcie. (Veselá, 2019, str. 441)

Výhodou této metody je jednoduchost, nenáročnost na vstupní data a snadná průkaznost. Srovnání akcií různých firem na bázi účetní hodnoty je však problematické. Nezohledňuje totiž specifika daných firem a nevypovídá nic o perspektivách společnosti. (Veselá, 2019, str. 442)

### Substanční hodnota

Vychází z účetní hodnoty, která se přeceňuje aktuálními tržními cenami. (Musílek, 2002, str. 322) Jednotlivé položky však přeceňuje aktuálními tržními cenami a přehodnocuje je z hlediska budoucího použití. (Veselá, 2019, str. 442)

Zahrnuje myšlenku, že hodnota majetku a cizích zdrojů společnosti mohla být historické situace, ale nepracuje s působením inflace. (Veselá, 2019, str. 443)

Substanční metoda odstraňuje nebo minimalizuje některé nedostatky účetní hodnoty. Jedná se ale o složitý postup, který je náchylný k subjektivnímu hodnocení. Postup totiž není standardizován. (Veselá, 2019, str. 445)

### Likvidační hodnota

Představuje množství peněžních prostředků, které je možné získat při ukončení podnikatelské činnosti firmy. (Musílek, 2002, str. 322)

Likvidační hodnota může být chápána jako dolní hranice pohybu tržního kurzu akcie. Pokud tržní cena akcií klesne pod tuto hodnotu, firma se stane atraktivní pro převzetí. (Veselá, 2019, str. 445)

### Reprodukční hodnota

Je rozdílem mezi reprodukční hodnotou aktiv a reprodukční hodnotou závazků. Akviziční investoři poměřují tržní cenu akcií s reprodukční hodnotou. Nízké hodnoty pak signalizují podhodnocenou, nebo neefektivně řízenou akciovou společností. (Musílek, 2002, str. 323)

### Substituční hodnota

Využívá údaje o důležitých charakteristikách srovnatelných firem pomocí ukazatelů P/E ratio,  $P_0/BV_1$  ratio nebo  $P_0/S_1$  ratio. (Veselá, 2019, str. 446)

## **Finanční analýza podniku**

*Vychází z pohledu do minulosti a na základě výpočtu různých finančních ukazatelů, majících potřebnou vypovídací schopnost, dokáže rozpoznat jak vývojové trendy analyzované firmy, tak i případné poruchy v jejím hospodaření, nebo naopak silné stránky. (Rejnuš, 2014, str. 267)*

Vstupní data, ze kterých vychází lze rozdělit do dvou skupin:

- interní vstupní data – údaje vyplývající z výkazů finančního účetnictví, vnitropodnikového účetnictví, výročních a auditorských zpráv,
- externí vstupní data – údaje pocházející ze státní statistiky, z burz, ze zveřejněných analýz různých institucí, ze zpráv odborného tisku, prognóz institucí a dalších možných zdrojů. (Rejnuš, 2014, str. 268)

Pokud se zaměříme na metody používané při určování vnitřní hodnoty akcií, jsou jimi především: vertikální analýza, horizontální analýza, analýza poměrových ukazatelů, bonitní modely, bankrotní modely a metody mezipodnikového srovnání. (Rejnuš, 2014, str. 269)

### Vertikální analýza (procentní rozbor)

Představuje procentní rozbor absolutních statkových a tokových ukazatelů. Pomocí vertikální analýzy zjišťujeme procentní rozdíl jednotlivých položek rozvahy na celkových aktivech a velikost procentních rozdílů jednotlivých položek výsledovky na tržbách. Nedostatkem vertikální analýzy je neschopnost zachytit změny absolutní základny pro výpočet procentních podílů. Vertikální analýza nám také neodhaluje příčiny vzniku změn. (Rejnuš, 2014, stránky 269, 270)

### Horizontální analýza (analýza trendů)

Sleduje trendy v rozvaze a výsledovce podniku. Cílem je zkoumat, jak se mění váha jednotlivých položek v celkovém kontextu. Umožňuje porovnávat absolutní i relativní ukazatele. Výstupy lze vyjádřit jako:

- index – „O kolik procent se jednotlivé položky změnilo oproti minulému roku.“,
- diferenci (rozdíl) – „O kolik se jednotlivé položky změnilo v absolutních číslech.“ (Rejnuš, 2014, str. 270)

### Analýza poměrových ukazatelů

Využívá účelově vytvářených finančních poměrových ukazatelů, jež vznikají vzájemným vydělením vybraných účetních položek získaných z finančních výkazů podniku. (Rejnuš, 2014, str. 270)

Významnými poměrovými ukazateli jsou: ukazatele rentability, ukazatele zadluženosti, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity a ukazatele tržní hodnoty podniku.

### Bonitní modely

Umožňují přiřadit analyzované společnosti hodnotící koeficient, který umožňuje odpovědět na otázku, zda jde o dobrou, nebo špatnou firmu. (Rejnuš, 2014, str. 282)

Bonitní modely jsou založeny na teoretických poznacích získaných analýzou účelově vybraných souborů vzájemně srovnatelných podniků. (Rejnuš, 2014, str. 283)

- Rychlý test – Rychlé ohodnocení společnosti, které disponuje dobrou vypovídající schopností. Zakládá se na čtyřech poměrových ukazatelích: koeficient samofinancování, doba splacení dluhu z cash flow, cash flow v tržbách a ROA. (Rejnuš, 2014, str. 283)
- Index bonity – Využívá následujících ukazatelů:

$X_1 = \text{cash flow} / \text{cizí zdroje}$

$X_2 = \text{celková aktiva} / \text{cizí zdroje}$

$X_3 = \text{EBT} / \text{celková aktiva}$

$X_4 = \text{EBT} / \text{celkové výkony}$

$X_5 = \text{zásoby} / \text{celkové výkony}$

$X_6 = \text{celkové výkony} / \text{celková aktiva}$

Index se následně vypočítává součtem vynásobených ukazatelů jeho vahou:

$\text{Index bonity} = 1,5 * x_1 + 0,08 * x_2 + 10 * x_3 + 5 * x_4 + 0,3 * x_5 + 0,1 * x_6$  (Rejnuš, 2014, str. 284)

Podniky s hodnotou vyšší než 1 jsou považovány za bonitní. Podniky s hodnotou nižší než 0 se považují za spějící k bankrotu. (Rejnuš, 2014, str. 285)

### Bankrotní modely

Poskytují včasné informování o hrozícím bankrotu společnosti. Předpokládají, že firma spěje k bankrotu již několik let před úpadkem. Jsou vytvářeny empiricky na základě skutečných dat firem. Výsledkem je hodnotící koeficient, jehož hodnota vypovídá o míře ohrožení podniku bankrotem. (Rejnuš, 2014, str. 286)

- Altmanovy bankrotní modely (Z-score)
  - Výsledkem je koeficient, který se počítá dosazením hodnot do pěti vybraných finančních kazatelů a následně do rovnice.
  - Rozlišuje společnosti obchodované na veřejných trzích a ostatní společnosti.
- Taflerův bankrotní model
  - Založen na ukazatelích, jež odrážejí klíčové charakteristiky platební neschopnosti podniku. (Rejnuš, 2014, str. 289)

### Metody mezipodnikového srovnání

Používají se při souběžné analýze více akcií různých společností s cílem nakoupit ty, které se jeví nejvýhodnější. Vzájemně porovnávají řadu různých finančních ukazatelů jednotlivých podniků. (Rejnuš, 2014, str. 290)



Matematicko-statistickými metodami, jež vyjadřují pořadí kvality srovnávaných firem jsou: ranking podniků podle (jednoho) vybraného ukazatele, metoda jednoduchého (resp. váženého) součtu pořadí, metoda jednoduchého (resp. váženého) podílu a bodovací metoda.

## 5 Fundamentální analýza vybraného podniku

### 5.1 Představení společnosti

| <b>Pilulka lékárny a. s.</b>         |   |
|--------------------------------------|---|
| <b>IČO</b>                           | 3615278   |
| <b>Základní kapitál</b>              | 2 520 934 Kč  |
| <b>Sídlo</b>                         | Drahobejlova 1073/36, Libeň (Praha 9), 190 00 Praha   |
| <b>Právní forma</b>                  | Akciová společnost  |
| <b>Předmět podnikání</b>             | Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, poskytování zdravotních služeb – lékárenská péče. |
| <b>Počet akcií</b>                   | 2 520 934   |
| <b>Tržní cena akcie k 1. 3. 2023</b> | 670 Kč  |

**Tab. 1: Základní údaje společnosti**

Zdroj: Autor na základě [33]

Pilulka lékárny a. s. je česká akciová společnost s dceřinými společnostmi na Slovensku, v Rumunsku, v Maďarsku a v Rakousku. Jedná se o největší zásilkovou lékárnu v České republice s více než 140 lékárnami. Provozuje e-commerce projekty v oblasti lékárenství, péče o zdraví a podpory zdravého životního stylu. Spolupracuje s dodavateli z řad farmaceutických firem, výrobců potravinových, sportovní výživy, kosmetiky, potřeb pro děti a dalších kategorií. [30]

Společnost vznikla v roce 2013. Jejími zakladateli jsou bratři Petr Kasa a Martin Kasa. Podle výroční zprávy z roku 2021 má společnost 4 ovládající osoby, tedy

takové, které mají větší podíl než 10 % na základním kapitálu. Jsou jimi Petr Kasa, Martin Kasa, Marek Krajčovič a ALL-STAR HOLDING LIMITED.

Cílem společnosti Pilulka lékárny a. s. je být leaderem evropského lékárenství. Tohoto cíle zamýšlí dosáhnout nabídkou lepších služeb pro zákazníky, týmovou spoluprací, zaměstnáváním iniciativních lidí a neděláním kompromisů v kvalitě.

V rámci inovace a digitalizace Pilulka lékárny a. s. spustila eRecept.cz, pomocí kterého se zprostředkovává donáška léků na recept seniorům a nemocným až do místa bydliště. Dále společnost propojila všechny lékárny v ČR s pacienty skrze internet pomocí rezervačního systému elektronických receptů. Při vytváření nového e-shopu společnost nabídla optimalizaci pro slabozraké a nevidomé, kteří si za použití klávesnice a asistivních technologií mohou sami nakupovat. Pro usnadnění práce lékárníkům společnost spustila také čtečku eReceptů ze starých mobilních telefonů, kterou může využívat i konkurence. [31]

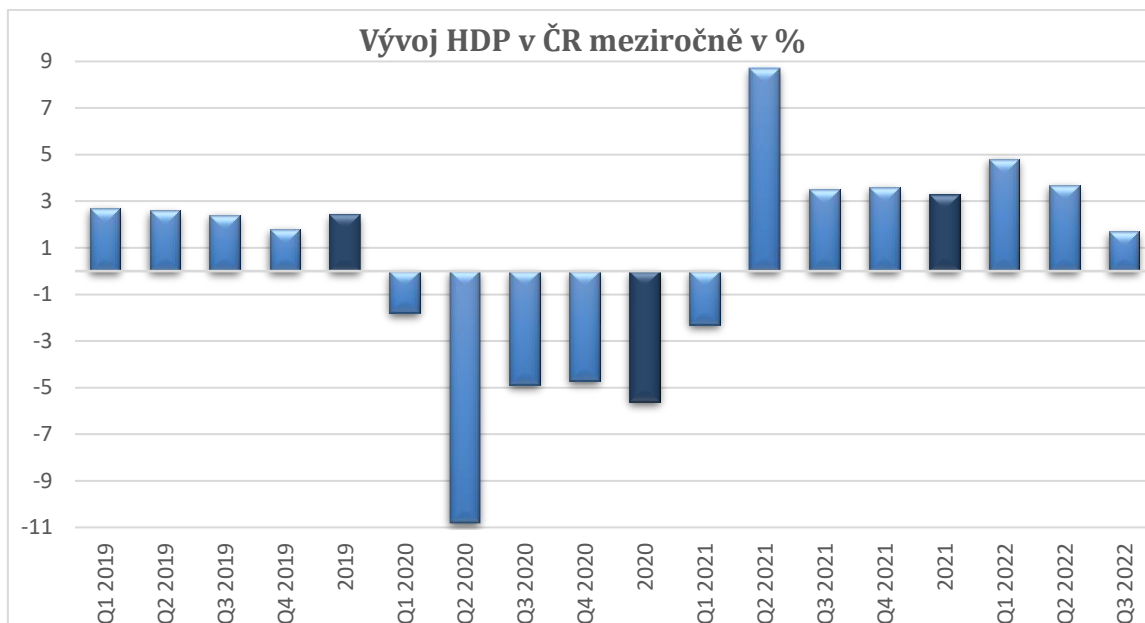
Pilulka lékárny a. s. vstoupila na veřejný trh s enormním zájmem investorů v roce 2020, kdy upsala 725 040 kusů akcií po 424 Kč na trhu START Burzy cenných papírů Praha. [23]

V současnosti lze také akcie společnosti obchodovat například u brokerů LYNX, XTB, eToro, Degiro a Capital.com.

## **5.2 Globální analýza**

### **Reálný výstup ekonomiky**

Hrubý domácí produkt v České republice v roce 2019 meziročně vzrostl o 2,4 %. Následně v roce 2020 hrubý domácí produkt meziročně poklesl o 5,6 %. Tento pokles ekonomické aktivity byl způsobený vlivem koronavirové pandemie. Data jsou zobrazena v následujícím grafu.



**Obr. 3: Graf vývoje HDP v ČR**

Zdroj: Autor na základě [18]

Česká národní banka předběžně odhaduje, že meziroční změna hrubého domácího produktu pro rok 2022 je jeho vzrůst o 2,5 %. [18]

Pro následující období Česká národní banka podle prognózy očekává, že hrubý domácí produkt bude meziročně klesat od 1. až 3. kvartálu roku 2023. Prognóza předpokládá, že tento pokles nebude vyšší než jeden procentní bod. K obnově ekonomického růstu by pak mělo dojít ke konci roku 2023. [17]

Pokud bude následující vývoj hrubého domácího produktu odpovídat prognóze České národní banky, lze tedy očekávat negativní vliv na tržní ceny akcií vlivem ekonomického poklesu. Pro zmírnění negativního vlivu hrubého domácího produktu na investované finanční prostředky je vhodné dlouhodobější držení akcií a správné načasování nákupu, případně prodeje akcií.

### **Fiskální politika**

Za sledované období, tj. od roku 2019 do roku 2022 má Česká republika každý rok schodek státního rozpočtu. V roce 2019 byl tento schodek ve výši 28,515 miliardy Kč. V roce 2020 došlo k výraznému nárůstu schodku na 367,4 miliardy Kč. Schodek

se v roce 2021 dále zvyšoval na 419,7 miliardy Kč. V roce 2022 došlo ke snížení státního schodku na 316,1 miliardy Kč.

Saldo státního rozpočtu je zobrazeno v následující tabulce.

| Saldo státního rozpočtu (SR) v mil. Kč |         |         |         |
|--|---------|---------|---------|
| 2019                                   | 2020    | 2021    | 2022    |
| -28515                                 | -367400 | -419700 | -316100 |

**Tab. 2: Saldo státního rozpočtu**

Zdroj: Autor na základě [28]

Výsledný schodek byl negativně ovlivněn válkou na Ukrajině a následně způsobenou energetickou krizí. Zvyšující se rozpočtový deficit má negativní vliv na tržní cenu akcií, neboť musí být financován emisemi vládních dluhopisů a tím dochází ke zvyšování úrokových sazeb.

Vliv na tržní cenu akcií mají v rámci fiskální politiky také vládní výdaje a výše daňových sazeb.

Pozitivní dopad pro firmy má vládní pomoc s cenami energií při energetické krizi a pomoc při vysoké inflaci. Pro společnost Pilulka Lékárny, a. s. mělo také pozitivní vliv prominutí DPH na vybrané komodity jako například respirátory a testy na COVID-19. [28]

Sazba DPH u léčivých přípravků je 10 %. U potravin pro zvláštní lékařské účely pak 10 % nebo 15 %. [34]

Ministerstvo financí plánuje zrušit nejnižší 10% sazbu DPH a snížit 15% sazbu na 13 % nebo 14 %. V rámci sledovaného sektoru tak dojde ke zdražení většiny produktů. Jedná se o nepřímou daň a spotřebitelé mohou nabýt dojmu, že za zdražením stojí prodejce. Následkem bude snížení poptávky a negativní ovlivnění tržní ceny akcií. Jedná se však z velké části o produkty uspokojující nezbytné potřeby a snížení poptávky je tedy omezené.

## Peněžní nabídka

Stav a vývoj peněžních agregátů v České republice pro rok 2019 až 2022 zobrazuje následující tabulka.

| Peněžní agregáty ČR v mil. Kč |           |          |         |          |         |          |
|-------------------------------|-----------|----------|---------|----------|---------|----------|
| Období                        | M0        | M0 změna | M1      | M1 změna | M2      | M2 změna |
| 2022                          | 673434,9  | -2,57 %  | 4798697 | -5,11 %  | 5816676 | 4,96 %   |
| 2021                          | 691175,08 | 3,46 %   | 5057112 | 5,41 %   | 5542015 | 6,99 %   |
| 2020                          | 668055,44 | 11,54 %  | 4797736 | 16,16 %  | 5179739 | 10,67 %  |
| 2019                          | 598914,67 | 4,85 %   | 4130175 | 4,33 %   | 4680323 | 7,01 %   |

**Tab. 3: Peněžní agregáty ČR**

Zdroj: Autor na základě [14]

Hodnota agregátu M0, tedy hotovosti v oběhu a povinných rezerv obchodních bank, je 598,915 miliard Kč pro rok 2019. Sledujeme meziroční růst agregátu M0 až do roku 2022, kdy došlo k meziročnímu poklesu o 2,57 %.

Hodnota agregátu M1, tedy součet M0 a vkladů běžných účtů u obchodních bank, je 4130,175 miliard Kč pro rok 2019. Podobně jako u agregátu M0 sledujeme meziroční růst do roku 2022, kdy došlo k meziročnímu poklesu o 5,11 %.

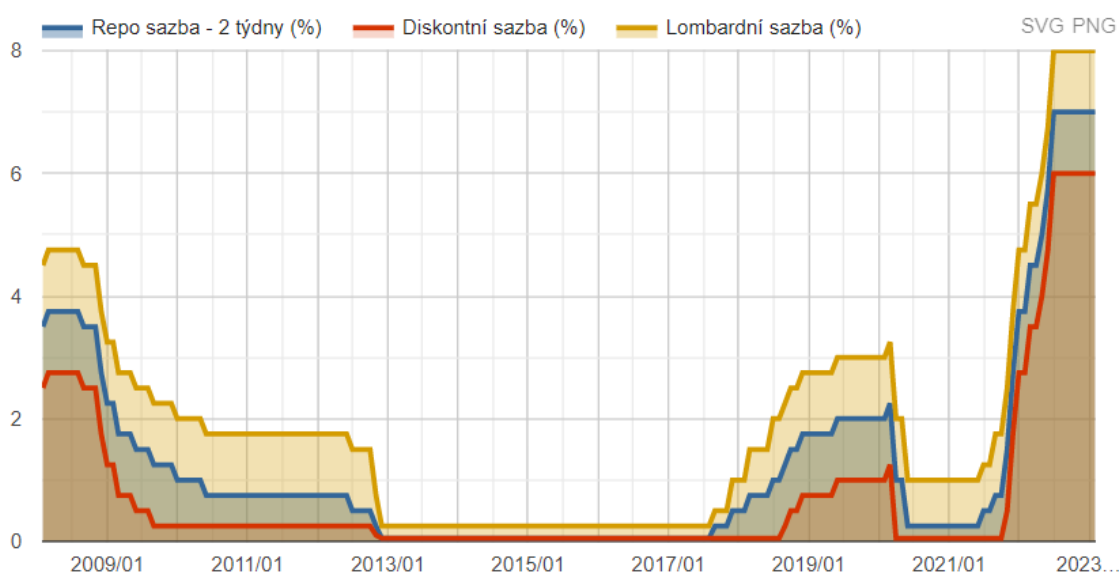
Hodnota agregátu M2, tedy součet M1 a vkladů se splatností do dvou let a vkladů s výpovědní lhůtou do třech měsíců, je 4680,323 miliardy Kč. Tato hodnota se za sledované období nadále meziročně zvyšuje.

Vývoj peněžní zásoby odráží ekonomický vývoj, opatření měnové politiky a očekávání měnových subjektů. Do prognózy ČNB proto nevstupuje a používá se pouze jako pomocný ukazatel k ověření prognózy. [13]

## Úrokové sazby

V květnu roku 2019 došlo k mírnému zvýšení úrokových sazeb vlivem koronavirové pandemie. Od března roku 2020 sledujeme výrazný pokles úrokových sazeb, který trval do května roku 2021. Následně se hodnoty mírně zvyšovaly a v prosinci 2021 byly úrokové sazby ČNB následující: repo sazba 3,75 %, diskontní sazba 2,75 % a lombardní sazba 4,75 %. [27]

V roce 2022 došlo k výraznému zvyšování úrokových sazeb ČNB v řádu jednotek procent z důvodu energetické krize a války na Ukrajině. Ze stejných důvodů je nyní obtížné predikovat budoucí vývoj úrokových sazeb.



**Obr. 4: Graf vývoje úrokových sazeb ČNB**

Podle prognózy České bankovní asociace se úrokové sazby ČNB již nebudou zvyšovat. Ke konci roku 2023 očekává lombardní sazbu ve výši 5,75 % a na konci roku 2024 ve výši 3,5 %. [11]

Česká národní banka predikuje výši lombardní sazby pro rok 2023 na 7 % a pro rok 2024 na 4,8 %. [17]

Na tržní cenu akcií mají vysoké úrokové sazby negativní vliv. Dochází k odčerpávání peněžních prostředků z akciového trhu do trhu s obligacemi, se kterým je spojeno

nižší riziko. Společnostem se současně zvyšují náklady na externí financování a lze tak očekávat negativní dopad na plánovanou expanzi analyzované společnosti.

Jednotlivé měsíční úrokové sazby České národní banky za rok 2019 až 2022 jsou pro přehlednost zobrazeny v následující tabulce.

Zdroj: [27]

| Sazby ČNB |      |           |           | Sazby ČNB |      |           |           |
|-----------|------|-----------|-----------|-----------|------|-----------|-----------|
|           | Repo | Diskontní | Lombardní |           | Repo | Diskontní | Lombardní |
| 12/2022   | 7    | 6         | 8         | 12/2020   | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 11/2022   | 7    | 6         | 8         | 11/2020   | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 10/2022   | 7    | 6         | 8         | 10/2020   | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 9/2022    | 7    | 6         | 8         | 9/2020    | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 8/2022    | 7    | 6         | 8         | 8/2020    | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 7/2022    | 7    | 6         | 8         | 7/2020    | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 6/2022    | 7    | 6         | 8         | 6/2020    | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 5/2022    | 5,75 | 4,75      | 6,75      | 5/2020    | 0,25 | 0,05      | 1         |
| 4/2022    | 5    | 4         | 6         | 4/2020    | 1    | 0,05      | 2         |
| 3/2022    | 4,5  | 3,5       | 5,5       | 3/2020    | 1    | 0,05      | 2         |
| 2/2022    | 4,5  | 3,5       | 5,5       | 2/2020    | 2,25 | 1,25      | 3,25      |
| 1/2022    | 3,75 | 2,75      | 4,75      | 1/2020    | 2    | 1         | 3         |
| 12/2021   | 3,75 | 2,75      | 4,75      | 12/2019   | 2    | 1         | 3         |
| 11/2021   | 2,75 | 1,75      | 3,75      | 11/2019   | 2    | 1         | 3         |
| 10/2021   | 1,5  | 0,5       | 2,5       | 10/2019   | 2    | 1         | 3         |
| 9/2021    | 0,75 | 0,05      | 1,75      | 9/2019    | 2    | 1         | 3         |
| 8/2021    | 0,75 | 0,05      | 1,75      | 8/2019    | 2    | 1         | 3         |
| 7/2021    | 0,5  | 0,05      | 1,25      | 7/2019    | 2    | 1         | 3         |
| 6/2021    | 0,5  | 0,05      | 1,25      | 6/2019    | 2    | 1         | 3         |
| 5/2021    | 0,25 | 0,05      | 1         | 5/2019    | 2    | 1         | 3         |
| 4/2021    | 0,25 | 0,05      | 1         | 4/2019    | 1,75 | 0,75      | 2,75      |
| 3/2021    | 0,25 | 0,05      | 1         | 3/2019    | 1,75 | 0,75      | 2,75      |
| 2/2021    | 0,25 | 0,05      | 1         | 2/2019    | 1,75 | 0,75      | 2,75      |
| 1/2021    | 0,25 | 0,05      | 1         | 1/2019    | 1,75 | 0,75      | 2,75      |

**Tab. 4: Sazby ČNB**

Zdroj: Autor na základě [27]



## **Inflace**

Česká národní banka a Evropská centrální banka mají inflační cíl 2 % s tolerančním pásmem jeden procentní bod.

Za sledované období se meziroční inflace v České republice pohybovala od 2 do 4 % od ledna roku 2019 až do července 2021. Vlivem onemocnění COVID-19, energetické krize a války na Ukrajině však následně došlo k výraznému odchýlení od inflačního cíle. Rostoucí trend dosáhl vrcholu v září roku 2022, kdy meziroční inflace dosáhla hodnoty 18 %. [19]

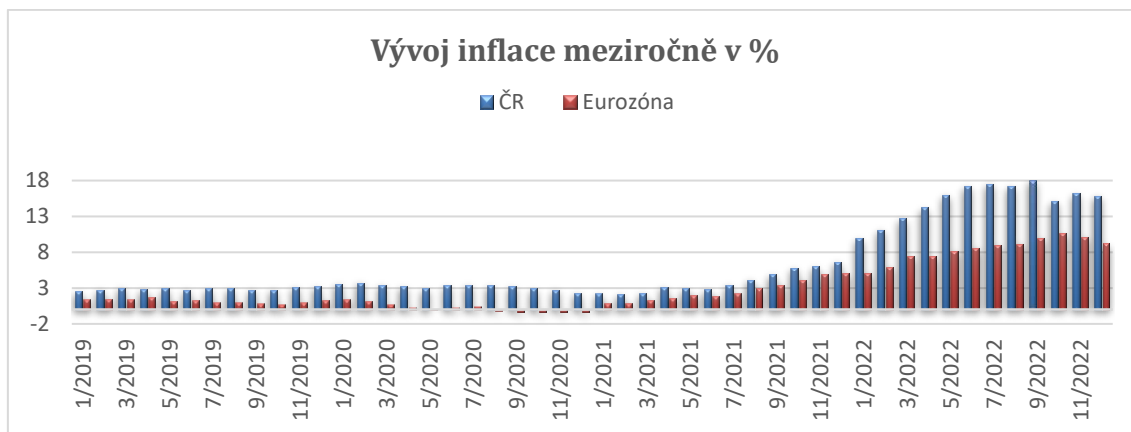
Meziroční inflace v Eurozóně se pohybovala od ledna roku 2019 do července 2020 mezi hodnotami 0,1 až 1,7. V srpnu roku 2020 byla meziroční hodnota inflace v Eurozóně záporná a to -0,2 %. Následující měsíc došlo k poklesu na -0,3 % a od ledna roku 2021 pozorujeme rostoucí trend, který dosáhl vrcholu v říjnu roku 2022, kdy byla hodnota meziroční inflace 10,6 %. [20]

Hodnoty meziroční inflace v letech 2019 až 2022 v České republice a Eurozóně zobrazuje následující tabulka a graf.

| <b>Meziroční inflace v %</b> |             |             |             |             |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                              | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> |
| <b>ČR</b>                    | 2,8         | 3,2         | 3,8         | 15,1        |
| <b>Eurozóna</b>              | 1,2         | 0,3         | 2,6         | 8,4         |

**Tab. 5: Meziroční inflace**

Zdroj: Autor na základě [19] a [20]



**Obr. 5: Graf vývoje inflace**

Zdroj: Autor na základě [19] a [20]

Do konce roku 2023 Evropská centrální banka očekává pokles inflace na 3,6 % a postupné dosažení inflačního cíle 2 % v první polovině roku 2025. [21]

Podniky působící v sektoru služeb mohou přenášet inflaci prostřednictvím zvyšování marží na spotřebitele. Podle dat Evropské centrální banky má však oblast zdraví druhou nejnižší inflaci ze všech sledovaných oblastí. Maximální inflace v oblasti zdraví v Eurozóně za období od roku 2019 dosáhla 1,8 % v prosinci 2022. [20]

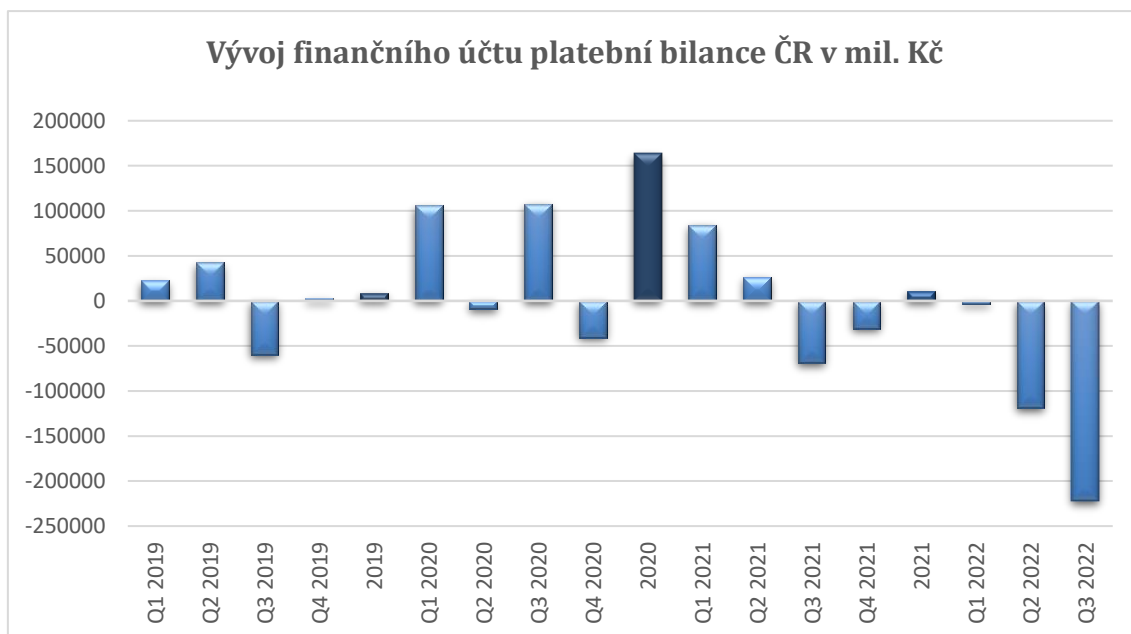
Nedochází tedy k dostatečnému přenášení inflace na spotřebitele. Důsledkem může být ovlivnění čistého zisku společnosti a rozhodnutí investorů alokovat své finanční prostředky do jiných oblastí podnikání, které více přenášejí inflaci na spotřebitele. Na základě této skutečnosti lze očekávat negativní vliv na tržní ceny akcií. Tento vliv by však neměl být příliš významný.

### **Příliv, resp. odliv zahraničního kapitálu**

Podle výroční zprávy z roku 2021 je jednou ze čtyř ovládajících osob společnosti Pilulka lékárny a. s. zahraniční společnost ALL-STAR HOLDING LIMITED. [31]

Při vstupu akcií na trh činil vlastněný podíl touto zahraniční společností 16,8 % akcií. Dalších 51 % akcií při vstupu na trh vlastnily ovládající osoby z České republiky. Na minoritní akcionáře tak připadalo 32 % akcií. [25]

Vývoj finančního účtu platební bilance ČR zobrazuje následující graf.



**Obr. 6: Graf vývoje finančního účtu**

Zdroj: Autor na základě [15]

Výrazný odliv zahraničního kapitálu v Q2 a Q3 2022 analytici připisují vyplacení podílů na zisku z let 2019 a 2020 v bankovním sektoru, který byl v roce 2021 direktivně omezen ze strany ČNB vlivem covidové krize. [26]

Odliv způsobený vlivem událostí v bankovním sektoru nemá významný dopad na tržní cenu akcií Pilulka lékárny a. s. Vzhledem k nižší kapitalizaci a likviditě společnosti v mezinárodním měřítku nelze vyloučit krátkodobý pokles tržní ceny akcií, pokud by došlo k výraznému odlivu zahraničního kapitálu v rámci sledovaného sektoru.

### **5.3 Odvětvová fundamentální analýza**

Společnost Pilulka lékárny a. s. se dostává do fáze stabilizace. Má však několik dceřiných firem ve fázi vývoje. Tyto společnosti jsou zaměřeny na online prodej lékárenského a přidruženého zboží a na technologické start-upy.

Již při covidové pandemii došlo k výraznému přesunu trhu do digitálního prostředí.

Z této situace společnost Pilulka lékárny a. s. prosperovala vzhledem k její působení v oblasti e-commerce. V nadcházejících letech se předpokládá dramatická digitalizace a Pilulka lékárny a. s. má v úmyslu dále růst díky účasti v této oblasti.

Pilulka lékárny a. s. se řadí do neutrálního odvětví. Spotřebitelé nemají do velké míry možnost nákup léků a přidruženého zboží odložit. Hospodářský cyklus tedy nemá na tržby společnosti významný vliv. Za jistých okolností však mohou být ovlivněny, jako například při covidové pandemii. Díky vedoucí pozici mezi lékárnami s online prodejem na českém trhu byly její tržby ovlivněny pozitivně.

Tržní strukturu odvětví lze považovat za oligopolní. Trh je rozdělen mezi menší množství velkých společností a malé společnosti mají omezené možnosti jim konkurovat. [31]

Pro společnost má pozitivní vliv státní regulace v podobě omezení vstupu do odvětví dané zákonem. Regulace se týká prodeje léčiv a likvidace nebezpečného odpadu.

Cena léků má stanovený horní limit prodejní ceny. Tento limit u výrobce nebo distributora stanovuje Státní ústav pro kontrolu léčiv nebo držitel rozhodnutí o registraci. Horní hranici obchodní přírážky pak stanovuje Ministerstvo zdravotnictví ČR. Pro společnost může mít tedy pozitivní vliv stanovení maximální ceny při nákupu produktů od výrobce nebo distributora, ale negativní vliv při prodeji produktů spotřebitelům. Tyto dvě horní hranice na sebe však reagují a poskytují stabilnější prostředí.

## 5.4 Firemní fundamentální analýza

### Ziskové modely

Nejpoužívanějším ziskovým modelem je P/E poměr. Tento model představuje podíl tržní ceny akcie k ročnímu zisku na akcii.

$$\text{P/E poměr} = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Roční zisk na akcii}}$$

Vypočítaný P/E poměr pro akcie Pilulka Lékárny, a. s. při tržní ceně akcie 670 Kč je 3,85.

P/E poměr je možné použít také k porovnání s ostatními společnostmi působícími ve stejném odvětví jako analyzovaná společnost, nebo k porovnání s trhem.

### Finanční analýza podniku

#### Analýza poměrových ukazatelů

- Ukazatel rentability (výnosnosti)

| Ukazatele rentability |                                      |        |        |        |       |
|-----------------------|--------------------------------------|--------|--------|--------|-------|
| Ukazatel              | Vzorec                               | 2018   | 2019   | 2020   | 2021  |
| ROA                   | $\frac{EAT}{\text{Celková aktiva}}$  | -0,082 | -0,117 | -0,051 | 0,018 |
| ROE                   | $\frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$ | -0,784 | -0,531 | -0,113 | 0,052 |

**Tab. 6: Ukazatele rentability**

Zdroj: Autor

ROA – ukazatel rentability celkových aktiv

ROE – ukazatel rentability vlastního kapitálu

EAT – čistý zisk po zdanění

EBT – výsledek hospodaření před zdaněním

EBIT – zisk před (nákladovými) úroky a zdaněním

Ukazatele rentability nás informují o schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku. Podnikatelská činnost firmy je tím lepší, čím vyšší je tato hodnota. Vypočítaná hodnota ROE by neměla být nižší, než je výnosnost státních dluhopisů.

U analyzovaných let sledujeme jednoznačně nižší výnosnost, než je výnosnost státních dluhopisů. Jedná se tedy o negativní vliv na tržní cenu akcií.

- Ukazatele zadluženosti

| Ukazatele zadluženosti         |  |         |         |        |        |
|--------------------------------|--|---------|---------|--------|--------|
| Ukazatel                       | Vzorec   | 2018    | 2019    | 2020   | 2021   |
| Celková zadluženost            | $\frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$    | 0,883   | 0,794   | 0,562  | 0,558  |
| Zadluženost vlastního kapitálu | $\frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Vlastní kapitál}}$   | 8,449   | 3,609   | 1,229  | 1,605  |
| Míra samofinancování           | $\frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$ | 0,104   | 0,220   | 0,457  | 0,348  |
| Ukazatel úrokového krytí       | $\frac{\text{EBIT}}{\text{Úrokové náklady}}$           | -13,671 | -12,394 | -9,914 | 12,502 |

**Tab. 7: Ukazatele zadluženosti**

Zdroj: Autor

Doporučené hodnoty celkové zadluženosti jsou 0,30 – 0,50. Tyto hodnoty se mohou lišit v jednotlivých odvětvích. 0,50 až 0,70 lze považovat za vyšší stupeň zadluženosti a hodnoty vyšší než 0,70 za rizikové. Celkovou zadluženost pro rok 2018 a 2019 tedy můžeme považovat za rizikovou. Pozorujeme však trend snižující se celkové zadluženosti a její hodnota pro rok 2021 se již přibližuje k doporučené hodnotě, přestože jde stále o vyšší stupeň zadluženosti. Vysoká míra zadluženosti

zdrazhuje získávání cizího kapitálu a snižuje hodnotu vnitřní hodnotu akcie skrze riziko.

Hodnota zadluženosti vlastního kapitálu by neměla být vyšší než 0,7. Pozorujeme výrazně vyšší vypočítané hodnoty.

Doporučovaná hodnota míry samofinancování je 0,5 a vyšší. Této hodnoty nebylo v letech 2018 až 2021 dosaženo. Přesto se pro rok 2020 a 2021 jedná o přípustné hodnoty.

Ukazatel úrokového krytí do roku 2020 zobrazoval kritické hodnoty. Sledujeme však trend zlepšování situace a hodnota za rok 2021 již odpovídá dobře prosperujícímu podniku.

- Ukazatele likvidity

| Ukazatele likvidity         |  |       |       |       |       |
|-----------------------------|--|-------|-------|-------|-------|
| Ukazatel                    | Vzorec   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
| <b>Celková likvidita</b>    | $\frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$                 | 0,894 | 0,874 | 1,393 | 1,282 |
| <b>Pohotová likvidita</b>   | $\frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$ | 0,616 | 0,590 | 1,059 | 0,909 |
| <b>Okamžiková likvidita</b> | $\frac{\text{Krátkodobý fin. majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$       | 0,056 | 0,035 | 1,047 | 0,909 |

**Tab. 8: Ukazatele likvidity**

Zdroj: Autor

Ukazatele likvidity nás informují o schopnosti společnosti včas dostát svým finančním povinnostem.

Vypočítané hodnoty celkové likvidity za rok 2018 a 2019 vypovídají o nedostatku pohotových zdrojů. Následně se celková likvidita zlepšovala. Přesto se nejedná o všeobecně přijatelné hodnoty.

Doporučená hodnota pohotové likvidity je 1,0 až 1,5. Tato likvidita vylučuje zásoby kvůli jejich ztrátovému prodeji v případě potřeby uhradit závazky. Kromě roku 2020 sledujeme hodnoty pod doporučenou hodnotou.

Okamžiková likvidita společnosti v roce 2018 a 2019 byla pod doporučenou hodnotou 0,2. Hodnoty pro rok 2020 a 2021 odpovídají dobře prosperující společnosti.

- Ukazatele aktivity

| Ukazatele aktivity    |  |        |        |        |        |
|-----------------------|--|--------|--------|--------|--------|
| Ukazatel              | Vzorec   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
| Obrat celkových aktiv | $\frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}}$       | 3,223  | 3,149  | 2,664  | 3,435  |
| Obrat stálých aktiv   | $\frac{\text{Tržby}}{\text{Stálá aktiva v z. c.}}$ | 34,799 | 37,349 | 41,751 | 47,103 |

**Tab. 9: Ukazatele aktivity**

Zdroj: Autor

Pokud má podnik příliš mnoho aktiv, vznikají mu zbytečné náklady. Pokud jich má naopak málo, má nedostatek výrobní kapacity a nedosahuje tržeb, které by mohl mít při její zvýšení.

Doporučená hodnota obratu celkových aktiv je 1,6 až 2,9. Nabízí se tedy možnost zvýšit celková aktiva společnosti.

Vhodnou hodnotu obratu stálých aktiv je složité určit. Předpokládá se v blízkosti 5,1.

#### Bonitní modely

- Rychlý test

Výsledné známky: 4 za rok 2018, 3,75 za rok 2019, 3,25 za rok 2020 a 2021.



| Rychlý test                        |  |            |            |            |        |
|------------------------------------|--|------------|------------|------------|--------|
| Ukazatel                           | Vzorec   | 2018       | 2019       | 2020       | 2021   |
| A) Koeficient samofinancování      | $\frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$                                     | 0,104      | 0,220      | 0,457      | 0,348  |
| B) Doba splacení dluhu z cash flow | $\frac{\text{Celkové dluhy} - \text{Peněžní prostředky}}{\text{Bilanční cash flow}}$       | -<br>6,779 | -<br>7,729 | -<br>8,209 | 11,745 |
| C) Cash flow v tržbách             | $\frac{\text{Cash flow}}{\text{Tržby}}$  | -<br>0,002 | -<br>0,003 | 0,095      | -0,034 |
| D) ROA                             | $\frac{(\text{EBT} + \text{Nákl. úroky}) * (1 - \text{daňová s.})}{\text{Celková aktiva}}$ | -<br>0,082 | -<br>0,117 | -<br>0,051 | 0,018  |

**Tab. 10: Rychlý test**

Zdroj: Autor

- Index bonity

| Index bonity          |   |               |               |              |              |
|-----------------------|---|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Index                 | Vzorec  | 2018          | 2019          | 2020         | 2021         |
| X1                    | $\frac{\text{Cash flow}}{\text{Cizí zdroje}}$         | -0,008        | -0,012        | 0,450        | -0,207       |
| X2                    | $\frac{\text{Celková aktiva}}{\text{Cizí zdroje}}$    | 1,133         | 1,259         | 1,779        | 1,793        |
| X3                    | $\frac{\text{EBT}}{\text{Celková aktiva}}$            | -0,076        | -0,105        | -0,045       | 0,020        |
| X4                    | $\frac{\text{EBT}}{\text{Celkové výkony}}$            | -0,026        | -0,037        | -0,019       | 0,006        |
| X5                    | $\frac{\text{Zásoby}}{\text{Celkové výkony}}$         | 0,074         | 0,069         | 0,078        | 0,060        |
| X6                    | $\frac{\text{Celkové výkony}}{\text{Celková aktiva}}$ | 2,893         | 2,826         | 2,326        | 3,051        |
| <b>Výsledný index</b> |   | <b>-0,500</b> | <b>-0,852</b> | <b>0,523</b> | <b>0,384</b> |

**Tab. 11: Index bonity**

Zdroj: Autor

Hodnoty spadající do intervalu -1 až 0 naznačují špatnou situaci podniku. Hodnoty 0 až 1 naznačují určité problémy podniku.

### Bankrotní modely

- Altmanovy bankrotní modely (Z-score)

| <b>Z-score (při tržní ceně akcie 670 Kč 1.3.2023)</b> |  |              |              |              |              |
|---|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Index</b>  | <b>Vzorec</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  |
| <b>X<sub>1</sub></b>                                  | $\frac{\text{Čistý pracovní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$    | -0,081       | -0,087       | 0,214        | 0,140        |
| <b>X<sub>2</sub></b>                                  | $\frac{\text{Zisk po zdanění}}{\text{Celková aktiva}}$           | -0,082       | -0,117       | -0,051       | 0,018        |
| <b>X<sub>3</sub></b>                                  | $\frac{\text{EBIT}}{\text{Celková aktiva}}$                      | -0,082       | -0,114       | -0,050       | 0,018        |
| <b>X<sub>4</sub></b>                                  | $\frac{\text{Tržní hodnota vl. kapitálu}}{\text{Celkové dluhy}}$ | 0,022        | 0,017        | 0,022        | 0,019        |
| <b>X<sub>5</sub></b>                                  | $\frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celková aktiva}}$             | 3,223        | 3,149        | 2,664        | 3,435        |
| <b>Celkový index</b>                                  |  | <b>2,755</b> | <b>2,514</b> | <b>2,696</b> | <b>3,700</b> |

**Tab. 12: Z-score**

Zdroj: Autor

Od hodnoty 2,99, kterou podnik překročil v roce 2022 ho lze považovat za finančně stabilní. Z pohledu investora je tak možno uvažovat o dlouhodobější investici.

- Taflerův bankrotní model

| Taflerův bankrotní model |   |              |              |              |              |
|--------------------------|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Index                    | Vzorec  | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         |
| R1                       | $\frac{\text{Zisk před zdaněním}}{\text{Krátkodobé závazky}}$ | -0,099       | -0,153       | -0,083       | 0,040        |
| R2                       | $\frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Cizí kapitál}}$            | 0,777        | 0,756        | 1,349        | 1,137        |
| R3                       | $\frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Celková aktiva}}$     | 0,767        | 0,687        | 0,544        | 0,494        |
| R4                       | $\frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celková aktiva}}$          | 3,223        | 3,149        | 2,664        | 3,435        |
| <b>Výsledný index</b>    |   | <b>0,702</b> | <b>0,645</b> | <b>0,656</b> | <b>0,808</b> |

**Tab. 13: Taflerův bankrotní model**

Zdroj: Autor

Podle vypočítaných hodnot se z pohledu Taflerova bankrotního modelu za roky 2018 až 2021 jedná o podnik s nulovou pravděpodobností bankrotu.

## 6 Shrnutí výsledků

V bakalářské práci je analyzován akciový titul společnosti Pilulka lékárny a. s. za použití fundamentální analýzy. Tato fundamentální analýza je rozdělena na tři části a to globální, odvětvovou a firemní analýzu. Jsou zjištěny následující výsledky.

V rámci globální analýzy je pozorováno HDP, fiskální politika, peněžní nabídka, úrokové sazby, inflace a příliv a odliv zahraničního kapitálu.

HDP v roce 2020 zaznamenal pokles o 5,6 % vlivem koronavirové pandemie. Za rok 2022 se očekává růst HDP o 2,5 %. Podle prognózy bude následovat do 3. kvartálu roku 2023 pokles HDP do hodnoty až 1 %. Poté se očekává obnova hospodářského růstu.

V rámci fiskální politiky je zaznamenán schodek státního rozpočtu, který negativně ovlivnila válka na Ukrajině a energetická krize. Pozorujeme však i pozitivní dopad pro analyzovaný podnik v podobě vládní pomoci s cenami energií, inflací a odpouštění DPH na vybrané produkty. Naopak možný negativní vliv pro podnik může mít plánované zrušení 10% sazby DPH.

Peněžní nabídka nemá významnější vliv na tržní cenu akcií analyzované společnosti.

Úrokové sazby je za aktuální situace obtížné predikovat, ale podle citovaných zdrojů se již neočekává jejich další zvyšování. Na konci roku 2023 se predikuje lombardní sazba ve výši 5,75 % až 7 %. Hodnota čekávané výše lombardní sazby na konci roku 2024 je 3,5 % až 4,8 %. Pro analyzovanou společnost se jedná o negativní vliv.

Inflace se pohybuje výrazně nad inflačním cílem ČNB. Navrácení k inflačnímu cíli 2 % se očekává v 1. polovině roku 2025. V pozorovaném sektoru nedochází k dostatečnému přenášení inflace do cen prodávaných produktů. Pro analyzovanou společnost má vysoká inflace negativní vliv.

Pozorujeme výrazný odliv zahraničního kapitálu v roce 2022. Tento odliv je však připisován bankovnímu sektoru a na tržní cenu akcie Pilulka lékárny a. s. se nepředpokládá větší vliv.

V rámci odvětvové fundamentální analýzy je určena fáze stabilizace analyzované společnosti a současně fáze růstu pro její dceřiné společnosti.

Pro společnosti působící v e-commerce měla pozitivní vliv koronavirová pandemie, neboť došlo k výraznému přesunu trhu do digitálního prostředí. Očekává se, že tato digitalizace bude nadále dramaticky růst.

Odvětví je určeno jako neutrální vzhledem k prodeji produktů primárně spadajících do nezbytného zboží.

Tržní struktura podniku je zvolena jako oligopolní. Přestože nelze jednoznačně určit a pohybuje se na pomezí dokonalé konkurence a oligopolu. Vlastnostmi se však přibližuje spíše oligopolu, neboť se jedná o prodej podobných či identických produktů, regulovaný vstup do odvětví a obtížnou možnost konkurovat již zavedeným a větším společnostem.

Státní regulace má pro podnik spíše pozitivní vliv. Zamezuje totiž vstupu konkurence do odvětví.

V závěrečné části je provedena firemní fundamentální analýza.

Hodnota P/E poměru je 3,85 při tržní ceně akcie 670 Kč.

Dividendové diskontní modely nejsou počítány vzhledem ke skutečnosti, že analyzovaná společnost nevyplácí dividendy.

Rentabilita vlastního kapitálu je nižší než výnosnost státních dluhopisů. Jedná se o negativní vliv.

Celkovou zadluženost podniku lze považovat za vyšší stupeň zadluženosti. Zadluženost vlastního kapitálu je výrazně vyšší než doporučované hodnoty.

Míra samofinancování zobrazuje přijatelné hodnoty.

Ukazatel úrokového krytí zobrazuje dobře prosperující podnik za rok 2021.

Celková likvidita nedosahuje doporučených hodnot. Okamžiková likvidita odpovídá dobře prosperujícímu podniku.

Ukazatele aktivity naznačují, že ve společnosti je prostor pro zvýšení celkových aktiv.

Rychlý test a index bonity naznačuje špatnou situaci podniku.

Bankrotní modely naznačují, že podnik je vhodný pro dlouhodobou investici.

Přestože některé hodnoty vypočítané ve firemní fundamentální analýze nevypadají dobře, lze pozorovat trend zlepšující se situace.

## 7 Závěry a doporučení

Na základě provedené fundamentální analýzy akcie Pilulka lékárny a.s. se nedoporučuje nakupovat tento akciový titul v krátkodobém investičním horizontu, tj. méně než jeden rok. Důvodem jsou nepříznivé výsledky globální fundamentální analýzy, která má největší vliv na tržní cenu akciového titulu. Pro rok 2023 lze očekávat stagnaci nebo dokonce pokles tržní ceny akcie. Je třeba mít na paměti, že nelze vyloučit nečekané události, které by situaci mohly významně ovlivnit, jako například ukončení války na Ukrajině. Předpokládá se, že predikce, které vstupují do této fundamentální analýzy, jsou spíše optimistické a lze tak očekávat v případě nenadálé okolnosti zhoršení situace.

Výsledky firemní fundamentální analýzy nejsou příliš pozitivní. Přesto sledujeme pozitivní vývojový trend společnosti a tyto horší výsledky jsou zároveň připisovány snaze společnosti expandovat. Na základě této skutečnosti se obecně situace nepovažuje za špatnou. Zmíněná expanze naopak představuje potenciál pro růst tržní ceny akcie. Odvětví se současně na základě odvětvové fundamentální analýzy jeví jako vhodné pro investici, neboť lze očekávat jeho rozvoj. Také fakt, že nedochází k významným změnám vlastníků ve společnosti nasvědčuje, že se může jednat o vhodnou investici.

Při střednědobém a dlouhodobém investičním horizontu může být vhodné akciový titul nakupovat. Je však třeba přihlédnout k rizikovému profilu konkrétního investora a současně je třeba myslet na diverzifikaci portfolia.

V případě zájmu o nákup analyzovaného akciového titulu se doporučuje porovnat firemní fundamentální analýzy více podobných podniků.

Pokud by se Pilulka Lékárny, a. s. jevila na základě tohoto porovnání jako nejvhodnější pro investici z těchto podniků, je důležité vhodně načasovat nákup akcií.

Podle zmiňovaných výsledků globální analýzy lze očekávat pro následující rok stagnaci nebo pokles tržní ceny analyzovaného akciového titulu. Nejvýhodnější pro

investora je nakoupit akcie za co nejvzdálenější dobu za podmínky, že jejich tržní cena neporoste.

Pokud tedy investor bude zamýšlet nákup akcií v horizontu následujícího jednoho roku pro jejich následné dlouhodobější držení, doporučuje se při načasování nákupu využít také technické analýzy a současně aktualizovat fundamentální analýzu. Případně je možné učinit více menších nákupů v delším časovém horizontu a zprůměrovat tak nákupní cenu akcií. Tím se zredukují ztráty investora, pokud by tržní cena akcie po jednorázovém nákupu nadále klesala.

Psychologické analýze se v tomto investičním horizontu dále nevěnuje pozornost, neboť lze předpokládat, že z jejího pohledu je aktuálně vhodná doba na nákup.



## 8 Seznam použité literatury

- [1] Janhuba, M. *Finanční účetnictví - Obecné otázky*. Praha: C. H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-614-2.
- [2] Jílek, J. *Akciové trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. ISBN 978-80-247-2963-3.
- [3] Kovanicová, D. *Poklady skryté v účetnictví, díl III., 2. aktualizované vydání*. Praha: POLYGON, 1997. ISBN 80-85967-58-8.
- [4] Musílek, P. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress. s.r.o, 2002. IBSN 80-86119-55-6.
- [5] Rejnuš, O. *Finanční trhy, 4. aktualizované a rozšířené vydání*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2014. IBSN 978-80-247-3671-6.
- [6] Revenda, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví, 5. aktualizované vydání*. Praha: Management Press, 2012. IBSN 978-80-7261-279-6.
- [7] Růžičková, P. *Finanční analýza, 2. aktualizované vydání*. Praha: GRADA Publishing a.s., 2008. IBSN 978-80-247-2481-2.
- [8] Synek, M. *Podniková ekonomika, 6. přepracované vydání*. Praha: C. H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-274-8.
- [9] Valach, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, 3. přepracované vydání*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2010. IBSN 978-80-86929-71-2.
- [10] Veselá, J. *Investování na kapitálových trzích, 3. vydání*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019. IBSN 978-80-7598-212-4.

### Ostatní zdroje

- [11] CBA. (2022). Makroekonomická prognóza CBA 4Q 2022 [Online]. [Cit. 26. 2. 2023]. Dostupné z: <https://cbaonline.cz/makroekonomicka-prognoza-cba-4q-22>.
- [12] Centrum Holdings, a.s. (2012). Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích [Online]. [Cit. 26. 2. 2023]. Dostupné z: <http://zakony.centrum.cz/zakon-o-obchodnich-korporacich/cast-1-hlava-5-dil-3-oddil-1-paragraf-257?full=1>.

- [13] Česká národní banka. (2021). Role peněžních agregátů v prognózách CNB [Online]. [Cit. 26. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Role-peneznich-agregatu-v-prognozach-CNB>.
- [14] Česká národní banka. (2022). Data série statistického průzkumu Bankovní sektor [Online]. [Cit. 26. 2. 2023]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=57225&p\\_strid=AAAG&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=57225&p_strid=AAAG&p_lang=CS).
- [15] Česká národní banka. (2023). Platební bilance [Online]. [Cit. 28. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni-bilance-stat/platebni-bilance-q/>.
- [16] Česká národní banka. Harmonizované peněžní agregáty České republiky [online]. [Cit. 2. 3. 2023]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova-bankovni-stat/metodicke-poznamky/harmonizovane-penezni-agregaty-ceske-republiky/>.
- [17] Česká národní banka. Prognóza. [Online]. [Cit. 26. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>.
- [18] Český statistický úřad. (2022). Předběžný odhad HDP 4. čtvrtletí 2022 [Online]. [Cit. 25. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/predbezny-odhad-hdp-4-ctvrtleti-2022>.
- [19] Český statistický úřad. (2023). Míra inflace [Online]. [Cit. 28. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/mira-inflace>.
- [20] Evropská centrální banka. Harmonizovaná index spotřebitelských cen (HICP). [Online]. [Cit. 28. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic-and-sectoral/hicp/html/index.cs.html>.
- [21] Evropská centrální banka. Prognózy ECB. [Online]. [Cit. 28. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.cs.html>.

- [22] Finex.cz. Investiční trojúhelník: Riziko, likvidita, návratnost [Online]. [Cit. 22. 2. 2023]. Dostupné z: <https://finex.cz/investicni-trojuhelnik-riziko-likvidita-navratnost/#faktory>.
- [23] Fio banka, a.s. (2021, 18. června). Pilulka úspěšně vstoupila na pražskou burzu, upsala akcie za rekordních 307,4 mil. Kč [Online]. [Cit. 25. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/245207-pilulka-uspesne-vstoupila-na-prazskou-burzu-upsala-akcie-za-rekordnich-307-4-mil-kc>.
- [24] Infoportal.cz. Základní kapitál. [Online]. [Cit. 24. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.infoportal.cz/as2/?uniqueid=mRRWSbk196FNf8-jVUh4EhDV9UL-Yw0mZUEW5pHWZYI&coolurl=1&section=33>.
- [25] Kurzy.cz. (2022). Pilulka: Jeden z největších akcionářů začal prodávat. [Online]. [Cit. 28. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/573562-pilulka-jeden-z-nejvetsich-akcionaru-zacal-prodavat/>.
- [26] Kurzy.cz. (2022, 30. září). Od ledna do konce září z ČR odtekly dividendy za 225,5 mld. Kč, skoro o 80 mld. více než před rokem [Online]. [Cit. 28. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/682049-od-ledna-do-konce-zari-z-cr-odtekly-dividendy-za-225-5-mld-kc--skoro-o-80-mld-vice-nez-pred-rokem/>.
- [27] Kurzy.cz. Úrokové sazby. [Online]. [Cit. 26. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/urokove-sazby/>.
- [28] Ministerstvo financí ČR. Pokladní plnění státního rozpočtu [Online]. [Cit. 27. 2. 2023] Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2023/pokladni-plneni-sr-49823>.
- [29] Pilulka.cz. (2020). Profil společnosti 2020. [Online]. [Cit. 23. 2. 2023]. Dostupné z: <https://download.pilulka.cz/new/Profil-spolecnosti-2020-FINAL.pdf>.
- [30] Pilulka.cz. Aktuálně. [Online]. [Cit. 25. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.pilulka.cz/aktualne>.
- [31] Pilulka.cz. Finanční výsledky. [Online]. [Cit. 1. 3. 2023]. Dostupné z: <https://www.pilulka.cz/financni-vysledky>.

- [32] Pilulka.cz. Vnitřní informace. [Online]. [Cit. 28. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.pilulka.cz/vnitрни-informace>.
- [33] Rejstřík firem. Pilulka lékárny, a.s. [Online]. [Cit. 25. 2. 2023]. Dostupné z: <https://rejstrik-firem.kurzy.cz/03615278/pilulka-lekarny-as/>.
- [34] Státní ústav pro kontrolu léčiv. (2023). Návrh seznamu cen a úhrad LP/PZLÚ k 20.2.2023 [Online]. [Cit. 27. 2. 2023]. Dostupné z: <https://www.sukl.cz/sukl/navrh-seznamu-cen-a-uhrad-lp-pzlu-k-20-2-2023>.
- [35] Zakony.centrum.cz. Zákon o obchodních korporacích. Část první. Hlava pátá. Díl 3. Oddíl 1. § 257 [Online]. [Cit. 24. 2. 2023]. Dostupné z: <http://zakony.centrum.cz/zakon-o-obchodnich-korporacich/cast-1-hlava-5-dil-3-oddil-1-paragraf-257?full=1>

## Zadání bakalářské práce

**Autor:** Hynek Schwach

Studium: I1900694

Studijní program: B6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Finanční management

**Název bakalářské práce:** **Fundamentální analýza**

Název bakalářské práce AJ: Fundamental Analysis

### **Cíl, metody, literatura, předpoklady:**

Cíl: Využití fundamentální analýzy k predikci vývoje kurzu vybraného cenného papíru.

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

VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.

Revenda, Z. Peněžní ekonomie a bankovníctví

DITTRICHOVÁ, J. a kol. Základy financí. Vyd. 2. Hradec Králové : Gaudeamus, 2014. 214 s. ISBN 978-80-7435-409-0.

Zadávací pracoviště: Katedra ekonomie,  
Fakulta informatiky a managementu

Vedoucí práce: Ing. Jaroslava Dittrichová, Ph.D.

Datum zadání závěrečné práce: 2.8.2021