

**The Nottingham Trent University**

**B.I.B.S., a. s. Brno**



**Brno  
International  
Business School®**

**BA (Hons) in Business Management**

**Písemná práce k modulu  
Finanční trhy**

**Investiční analýza kmenových akcií  
Central European Media Enterprises Ltd.  
(ISIN BMG200452024, CETV)**

**Autor: Zdeněk Fekar  
Ročník: II., 2005/2006**

*Prohlašuji, že jsem práci zpracoval samostatně a že všechny citované zdroje (včetně internetových) jsou uvedeny v seznamu citované literatury. Jsem si vědom toho, že případná nepravdivost tohoto prohlášení by mohla mít za následek i předčasné ukončení mého studia.*

*V Praze 2. února 2006*

.....

## Obsah

1.	Cíl práce	4
2.	Teoretický základ investiční analýzy	4
2.1	Fundamentální analýza	5
2.2	Technická analýza	5
2.3	Psychologická analýza	6
3	Analýza akcií televizní společnosti	6
3.1	Fundamentální analýza CME	6
3.2	Technická analýza CME	10
3.3	Psychologická analýza CME	11
4.	Doporučení investorům: nakupovat a držet	11
5.	Závěr práce	12
	Použitá literatura	13

## 1. Cíl práce

Úkolem této práce je nastínit základní postupy používané při analyzování investičních případů a na příkladu konkrétního cenného papíru tyto postupy předvést včetně doporučení potenciálnímu investorovi, zda do zvoleného titulu investovat, či nikoli. K provedení investiční analýzy jsem zvolil emisi kmenových akcií bermudské společnosti Central European Media Enterprises Ltd., ISIN BMG200452024, označované též jako CME nebo burzovní zkratkou CETV a kotované na pražské Burze cenných papírů od 23. června 2005. Společnost kontroluje firmu CET 21, která je držitelem licence k televiznímu vysílání české televize Nova, přičemž česká stanice je pro firmu klíčovou držbou s ohledem na podíl Novy na celkových výsledcích firmy.

## 2. Teoretický základ investiční analýzy

Jedním ze základních předpokladů úspěšného finančního investování každého investora je znalost funkce hlavních investičních instrumentů. Investor by měl mít základní povědomí o tom, čemu jednotlivé nástroje slouží, zjednodušeněji řečeno vědět, kdy je vhodné uložit prostředky do akcií, kdy do obligací a kdy například do finančních derivátů. (*Pavlát, V. aj. 2005:147.*) Pro potřeby této práce vycházíme z toho, že investor má tuto úvahu již za sebou, drží akcie CETV a zvažuje perspektivu jejich dlouhodobějšího vlastnictví.

K posouzení správnosti rozhodnutí dalšího držení cenných papírů, nebo jejich prodeje, může investor použít tři druhy pohledů: fundamentální, technickou nebo psychologickou analýzu. Tyto analýzy se označují též jako spekulativní, protože vycházejí z předpokladu, že je nějakým způsobem možné odhadnout budoucí vývoj kurzů aktiv a dávají tak doporučení ke koupi těch emisí, u kterých se očekává růst ceny a k prodeji titulů, kde se očekává pokles ceny. (*Kvasnička, M. 1997:12.*) Spekulativní analýzy, a zejména pak technická patří k nejspornějším částem finanční teorie, a to především mezi akademickými analytiky. Je totiž v příkrém rozporu se široce přijímanou hypotézou efektivních trhů, na které stojí podstatná část moderní finanční teorie. Ta vychází z teorie portfolia a, velmi zjednodušeně, říká, že oproti spekulantovi investor na odhad budoucích kurzů rezignuje, protože takové předpovědi považuje za nemožné. Namísto spekulativních nákupů vytváří široce diverzifikovaná portfolia dosahující průměrného výnosu. (*Kvasnička, M. 1997:8.*) Podstata teorie efektivních trhů spočívá v tom, že na trhu je příliš mnoho jedinců, kteří chtějí maximalizovat svůj užitek pozorným vyhodnocováním a reagováním na všemožné informace – jinými slovy, právě

fundamentální, techničtí a psychologičtí analytici způsobují efektivitu trhu a snižují tak význam svých analýz. Pro větší přiblížení jednotlivých teorií není ovšem v této práci prostor, není to ani jejím účelem.

## 2.1 *Fundamentální analýza*

Fundamentální analýza bývá většinou analytiků považována za nejkompexnější druh investiční analýzy, která se používá především pro akciové a dluhopisové tituly. Tato analýza se rozbohem základních a pro analyzovaný cenný papír nejpodstatnějších faktorů snaží určit teoretickou, neboli „vnitřní“ hodnotu titulu. Následně stanovené vnitřní hodnoty porovnává s aktuálními kurzy cenných papírů a snaží se tak dospět k poznání, do jaké míry jsou předmětné papíry na trhu nadhodnoceny nebo podhodnoceny. (*Rejnuš, O. 2005:61.*)

Protože s akciemi jsou spojená také různá práva, je třeba analyzovat nejenom samotný cenný papír, ale fundamentální analýza se zabývá i hospodářskou situací emitenta a jelikož žádný podnik neexistuje osamoceně, bývá součástí analýz také rozbor odvětví a makroekonomiky.

## 2.2 *Technická analýza*

Technická analýza bývá používána na dvou úrovních. V první řadě bývá používána k analýzám jednotlivých, veřejně obchodovatelných akcií. Z širšího pohledu slouží k analýzám tržního vývoje akciových trhů představovaných akciovými indexy. (*Rejnuš, O. 2005:62.*)

Tento druh analýz vychází z publikovaných tržních dat: jak z kurzů akcií a hodnot indexů, tak z objemů uskutečněných obchodů. Techničtí analytici jsou přesvědčeni, že je možné vycházet ze střetu tržní nabídky a tržní poptávky, které na organizovaných trzích vytvářejí kurz. Předpokladem k užívání této analýzy je fakt historického opakování pohybů cen a objemů obchodů, dále možnost specifikovat cenové rámce, třetím předpokladem je, že tyto rámce napomáhají odhadovat budoucí vývoj cen emisí a konečně čtvrtým předpokladem je, že v ceně je obsažena kompletní informace o trhu. (*Fanta, J. 1996:3.*) Technická analýza se provádí znázorněním grafického vývoje kurzů a obchodních dat a následným odhadem budoucího vývoje.

Jak již bylo uvedeno, reálný pohled na technickou analýzu tyto předpoklady zpochybňuje, i s ohledem na hypotézu tržní efektivity oponenti vyvracejí, že by bylo možné z pouhé minulosti

odhadovat i budoucí vývoj. Proto bývá tento postup používán jen jako podpůrný v kombinaci s jinými analýzami.

### 2.3 *Psychologická analýza*

Psychologická analýza se stejně jako analýza technická používá většinou jen na vysoce spekulativních akciových trzích. Vychází z předpokladu, že kurzy jsou pod silným vlivem masové psychologie burzovní veřejnosti, která působením na všechny účastníky trhu ovlivňuje jejich úroveň. Budoucí cena akcie tedy odvisí od impulsů ovlivňujících chování davu, který je jimi veden buď k nákupům, nebo prodejm. (*Rejnuš, O. 2005:63.*)

I psychologická analýza bývá používána pouze jako podpůrná metoda. Je totiž mimo jiného vyzorováno, že dav se obvykle mýlí ve většině bodů obratu trhu (*Fanta, J. 1996:39*). Psychologičtí analytici proto doporučují nesnažit se odhadovat ani budoucí vývoj trhu, ani vnitřní hodnotu aktiv, ale „plout proti proudu“. Zastáncem metody psychologické analýzy byl i významný ekonom J. M. Keynes (*Buchholz, T. G. 1993:199*).

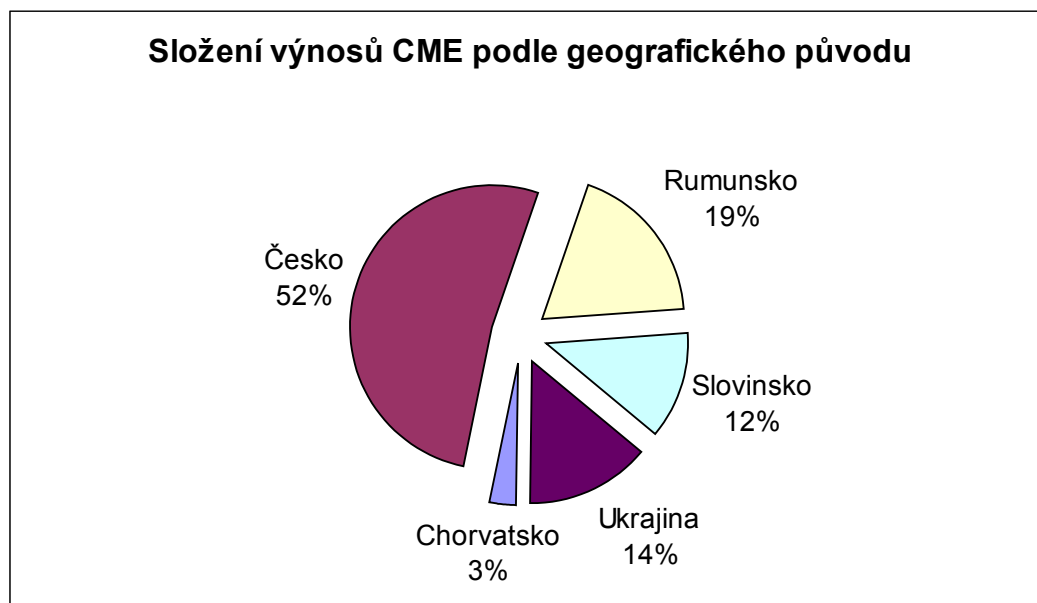
## 3. **Analýza akcií televizní společnosti**

S ohledem na výše uvedené se praktická část práce bude věnovat především fundamentálnímu pohledu na akcie CME, pokusím se ale naznačit také využití technické analýzy. Pro potřeby zjednodušení této práce vycházím z obchodování akciemi na české burze, ačkoli hodnocené cenné papíry jsou duálně kótovány také na americkém trhu NASDAQ.

### 3.1 *Fundamentální analýza CME*

Společnost CME představuje mediální skupinu působící celkem v šesti zemích regionu střední a východní Evropy v oblasti pozemního televizního vysílání. Na českém trhu firma působí od vzniku duálního systému televizního vysílání v roce 1992, kdy začala vysílat jako první komerční televize v regionu stanice Nova. Firma v roce 1999 přišla o kontrolu nad stanicí Nova v důsledku roztržky s někdejší generálním ředitelem Vladimírem Železným, který ovládal místní českou firmu CET 21, která je podle českého práva držitelem licence k televiznímu vysílání. Po vleklých sporech a následném ovládnutí licence finanční skupinou PPF loni završila CME své úsilí dosáhnout zpět kontroly nad svojí českou investicí.

Český televizní trh je pro mediální skupinu CME důležitým zdrojem příjmů. Podle oficiálního kotačního prospektu uloženého na pražské burze na konci roku 2004 plynulo z České republiky společnosti přes 50 % výnosů. Podrobnou strukturu výnosů pocházejících z jednotlivých zemí představuje graf č. 1.



**Graf 1:** Složení výnosů firmy podle jejich geografického původu (*Prospekt 2005*)

Chybí zde Slovensko, kde firma teprve nedávno dokončila svoji akvizici televize Markíza.

Firma zaměřila svoji strategii na region střední a východní Evropy úmyslně. Hlavním důvodem je Evropská unie. Některé země do tohoto spolku totiž již přistoupily, ostatní na svoji šanci teprve čekají. Na těchto trzích (emerging markets) se dá očekávat silný růst HDP a s ním spojený růst spotřebitelské poptávky a exponenciální nárůst objemu finančních prostředků investovaných do reklamy. Mezi další výhody CME patří nejen zkušenosti s řízením televizních projektů, ale i vysoké bariéry vstupu na televizní trh (*Procházka, J. 2005-1*). Proces udělování licencí k televiznímu vysílání je totiž složitý a především, klíčové frekvence jsou již obsazeny a je tedy velmi nepravděpodobná šance získat v kterékoli zemi přístup k nové stanici s relevantním pokrytím trhu.

V České republice, která je pro CME důležitým trhem, byl přijat zákon postupně omezující reklamu v televizním vysílání veřejnoprávní České televize. To je další příležitostí CME. Analytici si všimají, že se firma již připravuje na život bez reklamy na ČT a začíná postupně zvedat ceny reklamního času. (*CME se připravuje...*)

Mezi potenciální negativa firmy patří, že podniká výhradně v oblasti televizního vysílání, přičemž její hospodaření je tak závislé výrazně na vývoji jednotlivých ekonomik – pokud by došlo ke zpomalení procesu evropské integrace, bezpochyby by také nastaly problémy i na trhu s reklamními časy. Navíc přesto, že televize je nyní nejdůležitějším médiem pro reklamu, v blízké budoucnosti tomu tak nemusí být s ohledem na rozvoj internetu a jiných komunikačních technologií.

Velkým rizikem je také nástup digitální televize zhruba v roce 2008. Jen v České republice má Nově zásluhou dvou až tří digitálních multiplexů vyrůst konkurence zhruba 8 – 12 kanálů a od roku 2010 se předpokládá úplné ukončení stávajícího analogového vysílání (*Procházka, J. 2005-1*).

Ve prospěch CME ale hovoří celá řada faktů. Například ani ve vyspělejší západní Evropě, s výjimkou Velké Británie a Švédska, nejsou televizory umožňující příjem digitálního vysílání výrazněji rozšířeny. Dokládají to údaje citované v analýze Komerční banky z července 2005 (*The media power...*) a shrnuté v přehledné tabulce č. 1:

Země	2003	2004	I. Q 2005
Finsko	8,7	17,7	22
Francie	19,2	20	20
Irsko	31	32	50
Itálie	12,8	n/a	22
Německo	9,9	10,8	17
Řecko	3	3,2	3,2
Španělsko	17	19	19
Švédsko	25	25	34
Velká Británie	50,2	53	55,9

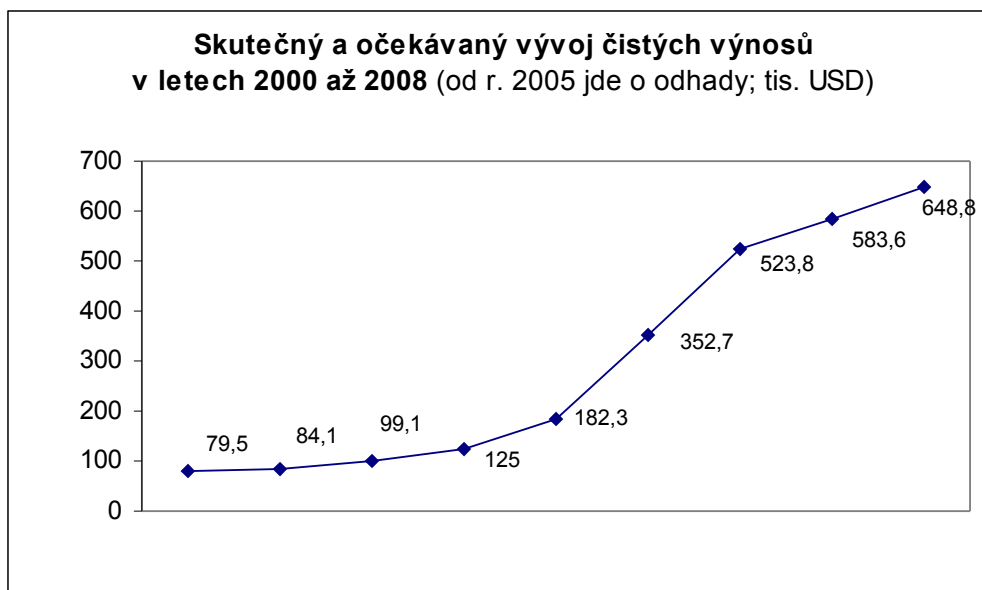
**Tabulka 1:** Digitální penetrace televizního vysílání v jednotlivých zemích (v % domácností)

Ve středoevropském regionu se vzhledem ke kupní síle obyvatel i k legislativním průtahům dá očekávat pomalejší nástup éry digitálního vysílání.

Odborníci rovněž například očekávají růst trhu s reklamou, na kterém CME působí, oproti roku 2004 o 96,2 %, tedy z 813 milionů amerických dolarů na cílových 1,595 miliardy dolarů. (*The media power...*)

Zajímavé je také porovnat vývoj čistých výnosů firmy před návratem do televize Nova a očekávaný vývoj v následujících letech tak, jak je uvádí analýza Komerční banky vyjádřená grafem č. 2:





**Graf 2:** Skutečné a očekávané čisté výnosy společnosti CME v letech 200 - 2008

A stojí za to porovnat společnost CME v rámci celého mediálního sektoru s jinými jejími konkurenty. Podle odhadů ze zdrojů Sociétés Générale, JCF a agentury Bloomberg, jak je cituje analýza Komerční banky vypadá odhadovaný vývoj ukazatele P/E srovnávacího tržní kurs akcie k čistému zisku na akcii pro významné hráče na trhu takto:

Stanice	2005	2006	2007
Antenna 3	17,7	15,4	14,1
BSKyB	18,8	16,2	13,6
M6	17,9	16	13,3
ProSiebenSat 1	17,5	14,1	11,8
RTL Group	22,9	19,6	16,7
TF1	18,7	18,9	11,6
západoevropský průměr	18,9	16,7	13,5
TVN (Polsko)	26,5	20,9	18,8
CME	51,4	23,3	18,1

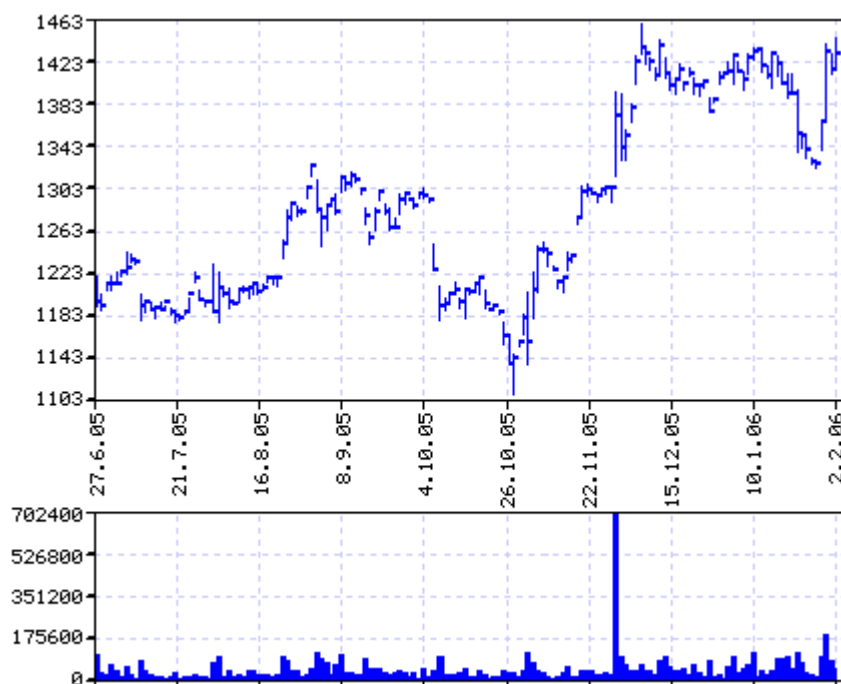
**Tabulka 2:** Porovnání odhadů vývoje ukazatele P/E společnosti CME s jinými konkurenty v segmentu

Z pohledu fundamentální analýzy je jistě možné uvést, že akcie CME je možné hodnotit jako dlouhodobě perspektivní cenný papír s ohledem na potenciál dalšího růstu segmentu trhu ve všech zemích, v nichž emitent působí, navíc zvažovaná rizika podnikání CME jsou menší než uvedené potenciální příležitosti.

### 3.2 Technická analýza CME

Trhy akcií znají obecně stoupající trend (býčí trh), klesající trend (medvědí trh) a stavy bez trendu. (Fanta, J. 1996:5.)

I když problematika technické analýzy je složitější, zjednodušeně lze uvést také několik pravidel, jak je definuje ve své publikaci Fanta (1996:31). Troufnu si říct, že mnohé z těchto pravidel lze nalézt i v grafu č. 3, který zachycuje vývoj kurzu o objemu obchodů s akciemi firmy CME na pražské burze.



**Graf 3:** Vývoj kurzu a objemu obchodů CME na pražské burze

Cenový pohyb směrem k novému vrcholu při expandujících objemech obchodů, ale s jejich nižší úrovní než byl předchozí pohyb, je varováním před cenovým zlomem.

Vzestupný cenový pohyb provázený poklesem objemu obchodů varuje před potenciální změnou trendu.

Je-li pohyb cen a objemu pozvolný a postupně přecházející do exponenciálního růstu se závěrečným intenzivním pohybem, je předpoklad následného ostrého poklesu jak cen, tak objemu.

Když ceny dlouho klesají a poté reagují na úroveň nad nebo těsně pod předchozím dnem, jde o „býčí signál“, je-li objem u druhého dna nižší než u prvního dna. Cenový zlom směrem dolů z cenového rámce, který provází silný objem obchodů je „medvědí signál“ potvrzující obrat v trendu.

Prodejní vrchol se objevuje, když pokles cen akceleruje spolu s expandujícím objemem. Cenový růst z prodejního vrcholu provází pokles objemu. V tomto období je pokles objemu a růst cen možné pokládat za normální.

Z dosavadního vývoje obchodů s akciemi CME na pražské burze lze také vyčíst, že akcie má za sebou dva býčí trendy a zřejmě nyní vstupuje potřetí na býčí trh, i když to zatím je možné odhadnout jen velmi nepřesně.

Technická analýza ukazuje v dlouhodobějším pohledu růstové trendy cenného papíru a s přihlédnutím k prognóze fundamentální analýzy je možné očekávat, že s běžnými výkyvy je možné čekat spíše dlouhodobě další růst.

### 3.3 *Psychologická analýza CME*

Pohled na akcie CME očima českého trhu je značně zkreslující malostí trhu. I tak je ale nutné vzít v úvahu, že s akcií je obchodováno také na mnohem větším americkém trhu, kde mají investoři daleko větší výběr a přesto i tam titul vykazuje dobré výsledky. Navíc společnost CME po překonání sporů s Vladimírem Železným či spíše uzavření dohod se skupinou PPF, je možné označit jako stabilizovanou s perspektivou dalšího významného růstu ve všech zemích, v nichž působí.

Nejméně na několik let by to pro investory měl být signál k držení a dalšímu nákupu titulu, jakkoli pravidlo „plavby proti proudu“ říká pravý opak – v dlouhodobém horizontu to ale o akciích CME nyní neplatí, i když krátkodobě řada investorů může vydělat, pokud správně odhadne krátkodobý nástup medvědí fáze.

## **4. Doporučení investorům: nakupovat a držet**

Navzdory nedávnému doporučení Deutsche Bank k prodeji akcií CME (*Superupgrade...*), míněnému jistě v krátkodobém horizontu, považují naopak akcie CME jako perspektivní k nákupu či dlouhodobější držbě, jak vyplývá například z doporučení BH Securities pro

letošní rok (*CME v roce 2006...*), která pro letošek očekává dvanácti- až patnáctiprocentní růst akcií.

Firma letos poprvé plně zahrne do svých výkazů konsolidované výsledky stanice Nova za celý fiskální rok, poprvé se projeví také převzetí slovenské Markízy i vliv nové akvizice na Ukrajině. Reklamní trh v letošním roce významně posílí důležité sportovní události, jako je zimní olympiáda v italském Turínu či hokejový šampionát v Lotyšsku.

Obavy ze ztráty trhu v důsledku nástupu digitálních televizí jsou zatím v regionu střední a východní Evropy předčasné, naopak CME zde plánuje další expanzi.

## **5. Závěr práce**

Ačkoli tato práce zdaleka nemohla demonstrovat všechny postupy investičních analýz ani podat vyčerpávající výklad její teorie, obsahuje nejpodstatnější východiska tohoto postupu zvažování rizika spekulativního investora.

Tato práce také v rámci možností formuluje doporučení investorům, které vychází ze všech zde zjištěných skutečností.

## Použitá literatura

BUCHHOLZ, T. G.. *Živé myšlenky mrtvých ekonomů*. Victoria Publishing: Praha, 1993, 268 s. ISBN 80-85605-50-3

*CME se připravuje na „život bez reklamy na ČT“ a další novinky*. [Internet] 16. 1. 2006 – [cit. 28. 1. 2006]. <<http://ipoint.financninoviny.cz/detail.php?article=53680>>

*CME v roce 2006: 12 – 15 %... s P. Hlinomazem z BH Securities*. [Internet] 2. 1. 2006 – [cit. 2. 2. 2006]. <<http://ipoint.financninoviny.cz/detail.php?article=53187>>

FANTA, Jiří. *Technická analýza kapitálových trhů*. Univerzita Karlova, Institut ekonomických studií: Praha, 1996, 110 s. ISBN 80-7184-308-3

KVASNIČKA, Michal. *Technická analýza akcií (její použitelnost pro český kapitálový trh)*. Diplomová práce, Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta: Brno, 1997, 81 s.

PAVLÁT, Vladislav a kolektiv. *Kapitálové trhy*. Professional Publishing: Praha, 2005, 320 s. ISBN 80-86419-87-8

PROCHÁZKA, Jan. *Flash analýza výsledků CME Ltd. za 3. Q 2005*. [Internet] 2005 – [cit. 28. 1. 2006]. <[http://www.cyrus.cz/PDF/FLASH\\_CME\\_3Q05.pdf](http://www.cyrus.cz/PDF/FLASH_CME_3Q05.pdf)>

*Prospekt pro účely kotace Central European Media Enterprises Ltd*. [Internet] 2005 – [cit. 28. 1. 2006]. <<http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Oznameni/cetvw012005.pdf>>

REJNUŠ, Oldřich. *Základy teorie finančních investic*. Mendelova zemědělská a lesnická univerzita: Brno, 2005, 190 s. ISBN 80-7157-796-0

*Superupgrade ČEZ a Erste + ČT + CME, tj. monitor investičních doporučení 4. týdne*. [Internet] 30. 1. 2006 – [cit. 2. 2. 2006]. <<http://ipoint.financninoviny.cz/detail.php?article=54156>>

*The media power in Central and Eastern Europe*. Komerční banka. In: [Internet] 2005 – [cit. 2. 2. 2006]. <<http://www.cetv-net.com/download.asp?url=/iEmpty/CETVan0605.pdf>>