

Univerzita Pardubice

Fakulta ekonomicko – správní

Fundamentální analýza akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha

Bc. Lukáš Veigend

Diplomová práce

2013

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Lukáš Veigend**
Osobní číslo: **E11549**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**
Název tématu: **Fundamentální analýza akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha**
Zadávající katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

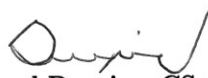
Vypracování fundamentální analýzy vybrané akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha v segmentu SPAD v úrovni globální, odvětvové a podnikové. Určení vnitřní hodnoty akcie a stanovení investičního rozhodnutí.

1. Stanovení cílů Diplomové práce
2. Charakteristika Burzy cenných papírů Praha
3. Vymezení fundamentální analýzy akcie
4. Charakteristika vybrané společnosti
5. Vypracování fundamentální analýzy vybrané akcie na globální, odvětvové a podnikové úrovni
6. Určení vnitřní hodnoty akcie
7. Komparace a zhodnocení výsledků a návrh investičního doporučení

Rozsah grafických prací: -
Rozsah pracovní zprávy: cca 50 stran
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:


JÍLEK, JOSEF. Akciové trhy a investování. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009, 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
LOADER, David. Understanding the markets. 1st publ. Oxford: Butterworth - Heinemann, 2002, 186 s. ISBN 0-7506-5465-1.
MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2 vydání. Praha: Ekopress, 2011, 690 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
PAVLÁT, Vladislav a kolektiv. Kapitálové trhy. Praha: Professional Publishing, 2005, 320 s. ISBN 80-86419-87-8.
REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 3 vydání. Ostrava: KEY Publishing, s.r.o., 2011, 690 s. ISBN 978-80-7418-128-3.
RŮŽIČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. Praha: Grada Publishing, a.s., 2008, 139 s. ISBN 978-80-247-2481-2.
VALDEZ, Stephen a Julian WOOD. An Introduction to Global Financial Markets. 4th Edition. New York: Palgrave Macmillan, 2003, 424 s. ISBN 1-4039-0012-4.
VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 80-7357-297-4.

Vedoucí diplomové práce:



doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.
Ústav podnikové ekonomiky a managementu

Datum zadání diplomové práce: 25. června 2012

Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2013


doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.
děkanka

L.S.


doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 8. října 2012

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako Školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 30. 4. 2013

Bc. Lukáš Veigend

PODĚKOVÁNÍ:

Na tomto místě bych rád poděkoval především svému vedoucímu práce doc. Ing. Pavlu Duspivovi, CSc. za jeho odbornou pomoc, cenné rady a poskytnuté materiály, které mi pomohly při zpracování diplomové práce.

ANOTACE

Práce se věnuje vypracování fundamentální analýzy vybrané akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha v obchodním systému Xetra v úrovni globální, odvětvové a podnikové. Zahrnuje stanovení investičního doporučení na základě výpočtů vnitřní hodnoty akcie pomocí vybraných modelů.

KLÍČOVÁ SLOVA

fundamentální analýza, akcie, vnitřní hodnota, burza, investiční doporučení

TITLE

Fundamental analysis of stocks traded on the Prague Stock Exchange

ANNOTATION

The work is dedicated to the development of fundamental analysis of selected stocks traded on the Prague Stock Exchange in Xetra trading system in a global, industry and enterprise level. Includes establishing investment recommendations based on the calculations of the intrinsic value of stocks.

KEYWORDS

fundamental analysis, stocks, intrinsic value, stock exchange, investment recommendations

OBSAH

0	ÚVOD	12
1	BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA	13
1.1	HISTORIE BURZY	13
1.2	ŠÍŘENÍ BURZOVNÍCH INFORMACÍ	14
1.3	ČLENOVÉ BURZY	14
1.4	PRŮBĚH BURZOVNÍCH OBCHODŮ	14
1.4.1	<i>Kontinuální obchodování</i>	15
1.4.2	<i>Samostatná aukce</i>	16
1.5	INVESTIČNÍ NÁSTROJE OBCHODOVANÉ NA BCPP	17
2	CHARAKTERISTIKA FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY	19
2.1	GLOBALNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	19
2.1.1	<i>Úrokové míry</i>	20
2.1.2	<i>Reálný výstup ekonomiky</i>	21
2.1.3	<i>Inflace</i>	22
2.1.4	<i>Politické a ekonomické šoky</i>	23
2.2	ODVĚTOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	24
2.2.1	<i>Citlivost odvětví na hospodářský cyklus</i>	24
2.2.2	<i>Životní cyklus odvětví</i>	26
2.2.3	<i>Tržní struktura odvětví</i>	28
2.3	PODNIKOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	30
2.3.1	<i>Finanční analýza</i>	30
2.3.2	<i>Výpočet vnitřní hodnoty akcie</i>	34
3	SPOLEČNOST ČEZ, A.S.	44
3.1	HISTORIE SPOLEČNOSTI	44
3.2	STRUKTURA AKCIONÁŘŮ	45
4	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA AKCIE ČEZ	48
4.1	GLOBALNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	48
4.1.1	<i>Hrubý domácí produkt</i>	48
4.1.2	<i>Inflace</i>	50
4.1.3	<i>Peněžní zásoba</i>	51
4.2	ODVĚTOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	52
4.2.1	<i>Systémová analýza odvětví</i>	52
4.2.2	<i>Citlivost odvětví na hospodářský cyklus</i>	57
4.2.3	<i>Budoucí vývoj energetiky</i>	57
4.3	PODNIKOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	58
4.3.1	<i>Přehled účetních výkazů</i>	58
4.3.2	<i>Poměrové ukazatele</i>	60
4.3.3	<i>Syntetické ukazatele</i>	63
5	URČENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE ČEZ	67
5.1	DIVIDENDOVÝ DISKONTNÍ MODEL S NEKONEČNOU DRŽBOU AKCIE	67
5.2	ÚPLNÝ DIVIDENDOVÝ DISKONTNÍ MODEL	70
5.3	ZISKOVÝ MODEL	72
5.4	ÚČETNÍ HODNOTA AKCIE	74
5.5	HISTORICKÉ MODEL Y	75
5.5.1	<i>Historický model dividend</i>	75
5.5.2	<i>Historický model tržeb</i>	76
5.6	SROVNÁNÍ DOSAŽENÝCH VÝSLEDKŮ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE	78
6	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY A INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ	80
6.1	ZÁVĚRY K ČÁSTEM FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY	80
6.2	KOMENTÁŘ K VNITŘNÍ HODNOTĚ AKCIE SPOLEČNOSTI ČEZ	81
6.3	INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ	81

7	ZÁVĚR.....	83
8	POUŽITÁ LITERATURA	84
9	PŘÍLOHY	87

SEZNAM ILUSTRACÍ A TABULEK

Obrázek 1 Vztah vnitřní hodnoty a kurzu.....	34
Obrázek 2 Kontinuální cenotvorný proces	35
Obrázek 3 Vývoj reálného HDP v ČR mezi lety 2008 – 2012 a predikce na rok 2013	49
Obrázek 4 Vývoj a predikce inflace v ČR v letech 2008 - 2013	50
Obrázek 5 Vývoj měnového agregátu M2 v ČR mezi lety 2008 – 2012.....	51
Obrázek 6 Vývoj nových licencí ve výrobě a distribuci elektřiny v ČR v letech 2004 – 2011	53
Obrázek 7 Vývoj výroby elektřiny Skupiny ČEZ v letech 2008 – 2012.....	54
Obrázek 8 Spotřeba elektřiny v GWh v ČR mezi lety 2008 – 2012.....	54
Obrázek 9 Vývoj cen elektřiny pro domácnosti a podniky v ČR v letech 2008 – 2012.....	55

SEZNAM ILUSTRACÍ A TABULEK

Tabulka 1 Korelační koeficienty mezi vývojem inflace a akciových kurzů.....	22
Tabulka 2 Průběžné obchodování (Burza cenných papírů Praha, 20. 5. 1997).....	24
Tabulka 3 Vliv hospodářského cyklu na odvětví.....	26
Tabulka 4: Typy tržních struktur a jejich charakteristiky.....	29
Tabulka 5 Struktura akcionářů společnosti ČEZ, a.s.....	46
Tabulka 6 Výplata dividend společnosti ČEZ, a.s. v letech 2005 – 2011	47
Tabulka 7 Liberalizace trhu s elektřinou v České republice.....	56
Tabulka 8 Přehled hodnot z výkazu zisku a ztrát ČEZ, a.s. v období let 2009 - 2012	59
Tabulka 9 Přehled vybraných hodnot z rozvahy ČEZ, a.s. v období let 2009 - 2012	59
Tabulka 10 Přehled toku hotovosti ČEZ, a.s. v období let 2009 - 2012.....	60
Tabulka 11 Ukazatele rentability ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012.....	61
Tabulka 12 Ukazatele likvidity ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012	61
Tabulka 13 Ukazatele zadluženosti ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012	62
Tabulka 14 Ukazatele tržní hodnoty Skupiny ČEZ. v období let 2010 - 2012.....	63
Tabulka 15 Index důvěryhodnosti „IN 05“ společnosti ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012 ...	64
Tabulka 16 Interpretace hodnoty indexu důvěryhodnosti „IN 05“	64
Tabulka 17 Index bonity společnosti ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012.....	65
Tabulka 18 Interpretace hodnoty indexu bonity	65
Tabulka 19 Předpokládané hodnoty Skupiny ČEZ v následujících letech.....	67
Tabulka 20 Výpočet požadované výnosové míry	68
Tabulka 21 Dividenda a roční růst dividend mezi roky 2007 - 2011	69
Tabulka 22 Určení průměrné míry růstu dividend.....	69
Tabulka 23 Výpočet vnitřní hodnoty akcie ČEZ pomocí dividendového diskontního modelu	69
Tabulka 24 Citlivost změny požadované výnosové míry na vnitřní hodnotu akcie ČEZ	70
Tabulka 25 Základní údaje pro výpočet kombinovaného modelu.....	71
Tabulka 26 Výpočet vnitřní hodnoty kombinovaným modelem	71
Tabulka 27 Výpočet vnitřní hodnoty pomocí úplného dividendového modelu	72
Tabulka 28 Stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí normálního P/E.....	73
Tabulka 29 Hladiny pro standardní P/E.....	73
Tabulka 30 Predikce vnitřní hodnoty akcie ČEZ normálním P/E ratio v letech 2012 - 2014 ..	73
Tabulka 31 Výpočet běžného P/E ratio	74
Tabulka 32 Výpočet hodnoty P/CF ratio	74
Tabulka 33 Účetní hodnota akcie ČEZ v letech 2011 a 2012	74
Tabulka 34 Stanovení P/BV ratio Skupiny ČEZ v letech 2011 a 2012.....	75
Tabulka 35 Dividendy a závěrečné kurzy Skupiny ČEZ v letech 2009 – 2011 a predikce 2012, 2013	75
Tabulka 36 Výpočet vnitřní hodnoty akcie ČEZ modelem P/D pro roky 2012 a 2013	76
Tabulka 37 Přehled tržeb a závěrečných kurzů Skupiny ČEZ v letech 2009 – 2011 a predikce 2012, 2013	76
Tabulka 38 Výpočet vnitřní hodnoty akcie ČEZ modelem P/S pro roky 2012 a 2013	77
Tabulka 39 Výsledná vážená hodnota akcie ČEZ	78

SEZNAM ILUSTRACÍ A TABULEK

- ČR – Česká republika
- ČSÚ – Český statistický úřad
- BCPP – Burza cenných papírů Praha
- GFB – Garanční fond burzy
- HDP – Hrubý domácí produkt
- EBIT – Earnings before Interest and Taxes
- EAT – Earnings after Taxes
- ROA – Return on Assets
- ROE – Return on Equity
- VH – Vnitřní hodnota
- CF – Cash flow
- VK – Vlastní kapitál
- aj. – a jiné

0 ÚVOD

Diplomová práce se zabývá vypracováním fundamentální analýzy vybrané akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha v obchodním systému Xetra v úrovni globální, odvětvové a podnikové. Určením vnitřní hodnoty dané akcie a stanovením investičního doporučení.

Fundamentální analýza je často využívanou, sofistikovanou metodou k určení nejvhodnějšího akciového titulu na burzovním trhu. Pomáhá investorovi najít vztah mezi akciemi společnosti a makroekonomickými ukazateli, porovnat vývoj odvětví a konkurenci v něm, nahlédnout na společnost z hlediska finančního zdraví a stability a v neposlední řadě pomáhá stanovit správnou cenu akcie na kapitálovém trhu. Fundamentální analýza tak skýtá výrazný informační potenciál, který je každý den nápomocný mnoha investorům či analytikům.

Téma diplomové práce jsem si vybral, jakožto začínající investor, v naději, že mi pomůže v lepší orientaci ve vytváření jednotlivých částí fundamentální analýzy, k následnému hodnocení těchto částí a formulování investičního doporučení.

Hlavním cílem diplomové práce je stanovit investiční doporučení na základě určení vnitřní hodnoty akcie a vypracované fundamentální analýzy akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha v globální, odvětvové a podnikové úrovni.

Pro splnění hlavního cíle je nutné popsat Burzu cenných papírů Praha a definovat jednotlivé úrovně fundamentální analýzy. Následně charakterizovat společnost ČEZ a provést fundamentální analýzu akcie ve všech třech úrovních. Dílčím cílem je také určit vnitřní hodnotu akcie jako podklad pro návrh investičního doporučení.

K dosažení zvoleného cíle jsou použity definované postupy a analýzy. V rámci finanční analýzy společnosti jsou využity poměrové ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a tržní hodnoty společnosti spolu se syntetickými ukazateli jako je index bonity a index důvěryhodnosti. Výpočet vnitřní hodnoty je dosažen pomocí několika modelů, především pomocí dividendových diskontních modelů, ziskového modelu, historických modelů a bilančního modelu.

Data využívaná pro finanční analýzu a výpočet vnitřní hodnoty akcie jsou použity z konsolidovaných výročních zpráv Skupiny ČEZ.

1 BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA

Burzu cenných papírů Praha lze považovat za největšího organizátora trhu s cennými papíry v České republice. V obchodním rejstříku je vedena jako akciová společnost, která je založena na členském principu. To mimo jiné znamená, že licencovaní obchodníci s cennými papíry, kteří jsou zároveň členy burzy, mají jako jediní přístup do burzovního systému a právo obchodovat.

V červnu 2001 se burza stala přidruženým členem Federace evropských burz (FESE) a od 1. května 2004 se v návaznosti na vstup České republiky do Evropské unie stala řádným členem této federace. V květnu 2004 udělila americká Komise pro cenné papíry a burzy (US SEC) pražské burze statut definované zahraniční burzy a zařadila ji tak do prestižního seznamu neamerických burz bezpečných pro investory. Pražská burza si během své existence vydobyla pozici respektovaného a stabilního trhu [23].

1.1 Historie burzy

Počátek pražské burzy je datován k roku 1871. Ve svých začátcích se na burze obchodovalo jak s cennými papíry, tak i s komoditami. Mezi nejvýznamnější předměty obchodu se řadil především cukr, díky obchodu s cukrem se pražská burza stala klíčovým trhem pro celé Rakousko – Uhersko. Avšak po první světové válce se na burze obchodovalo už jen výhradně s cennými papíry [34].

V období mezi dvěma světovými válkami došlo k největšímu rozvoji pražské burzy. Svým významem částečně i předčila burzu ve Vídni. „V květnu 1991 vznikl Přípravný výbor pro založení Burzy cenných papírů Praha, tvořený 8 bankami. Dne 24. Srpna 1992 se přetransformoval na sdružení, které se později v souladu s přijatým zákonem o burze přeměnila na obchodní společnost Burza cenných papírů Praha, a.s. K zápisu této společnosti do obchodního rejstříku došlo 24. listopadu 1992. Po provedení veškerých nezbytných přípravných prací bylo 6. dubna 1993 na parketu Burzy cenných papírů Praha zahájeno obchodování. Zpočátku se obchodovalo pouze se 7 emisemi cenných papírů“¹

V roce 2012 přešla Burza cenných papírů Praha na obchodní systém Xetra®, jenž je provozován Deutsche Börse AG.

¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

1.2 Šíření burzovních informací

Úspěšný investor pro svá rozhodování musí využívat včasné, relevantní a kvalitní informace, které jsou pro něj dostupné. Samotné informace jsou generovány běžným provozem burzy, avšak neméně důležitou oblastí je i vnější prostředí. Jedná se například o emitenty, banky, ratingové agentury, investory, sdělovací prostředky a jiné zdroje. Burza dané informace třídí, využívá ke své činnosti a zpracované soubory informací poskytuje investorům. Pro investory je stěžejní sledovat vývoj aktuálních tržních kurzů a vývoj burzovních indexů [34].

Burza cenných papírů Praha uveřejňuje v průběhu dne na svých internetových stránkách informace z obchodování, avšak v časové prodlevě 15 - ti minut. Tyto informace jsou dostupné pro veškerou investorskou veřejnost. Profesionální uživatelé jsou oprávněni odebírat data v reálném čase (online). Každý den je taktéž na těchto stránkách zpřístupněn závěrečný souhrn informací o obchodování na burze tzv. oficiální kurzovní lístek [32].

1.3 Členové burzy

Burzovní obchody mohou být prováděny pouze členy burzy a ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu také Českou národní bankou a Českou republikou, která jedná prostřednictvím Ministerstva financí. Účast na burzovních obchodech je podmíněna Burzovními pravidly, jako jsou Pravidla členství a Pravidla obchodování.

Členy burzy jsou obchodníci s cennými papíry nebo zahraniční osoby s povolením k poskytování investičních služeb, jež dodrželi podmínky Burzovních pravidel. Následně je také nutné členství v Garančním fondu burzy (GFB). Po splnění těchto podmínek je člen burzy oprávněn nakupovat a prodávat cenné papíry. Majetek GFB je použit jen k pokrytí rizik, jež burzovní obchody přinášejí. Členové burzy vystupují výhradně a pouze pod svým jménem a to prostřednictvím svého makléře [4].

1.4 Průběh burzovních obchodů

V současné době se na Burze cenných papírů využívá nový elektronický obchodní systém, jenž byl BCPP přijat a zaveden na podzim v roce 2012.

Xetra je elektronický obchodní systém, který je provozován Deutsche Börse AG. Zde lze obchodovat akcie v obchodních segmentech „kontinuální obchodování“ a „samostatná aukce“, dluhopisy lze obchodovat jen v obchodním segmentu „samostatná aukce“ [15].

Pro obchodování s akcemi a dluhopisy na Burze cenných papírů Praha v systému Xetra platí souhrn základních zásad, mezi které patří možnost vkládání objednávek libovolného množství za dodržení minimální obchodovatelné jednotky tzv. lot. Jednotka takového lotu se může rovnat jedné. Velikost lotu stanovuje Burza cenných papírů Praha. V každém okamžiku má daný cenný papír jedinečnou cenu/kurz a objednávky jsou zpracovávány na základě cenové a časové priority. Obchodování je anonymní, obchodníci tedy neznají své protistrany, které nejsou uvedeny ani v potvrzení o uzavření obchodu. Možnost spárování tržních objednávek během aukce je zvýšena na základě prodloužení fáze vkládání (market order interruption) [22].

Obchodování v systému Xetra prochází třemi fázemi, jimiž jsou předobchodní fáze, hlavní obchodní fáze a poobchodní fáze. Mezi poobchodní a předobchodní fází je systém uzavřen. Délku uzavření stanovuje BCPP. Pravidla pro obchodování v předobchodní a poobchodní fázi jsou pro všechny cenné papíry stejná, avšak v hlavní fázi se mohou lišit v závislosti na likviditě a typu cenného papíru.

Předobchodní fáze zahajuje obchodní den. V této fázi mohou obchodníci vkládat objednávky a kotace jako přípravu na samotné obchodování.

V hlavní obchodní fázi dochází ke zpracování objednávek, jsou-li v souladu s pravidly pro daný typ obchodování a obchodní segment.

Po uzavření hlavní obchodní fáze následuje poobchodní fáze, kde obchodníci mohou vkládat a libovolně měnit objednávky, které dosud nebyly zcela uspokojeny. Nově vložené objednávky v poobchodní fázi jsou určeny pro následující obchodní den. Během této fáze také dochází ke zpracování obchodů uzavřených během daného obchodního dne [22].

1.4.1 Kontinuální obchodování

K zahájení kontinuálního obchodování se považuje úvodní aukce, která je složena ze tří fází [22]:

- vkládání objednávek,
- stanovení aukční ceny,
- dorovnání převisu.

Do úvodní aukce se také řadí všechny dosud aktivní objednávky z předcházejícího obchodního dne, které byly v daný obchodní den vloženy a nejsou určeny pouze pro závěrečnou aukci.

Po skončení úvodní aukce začíná kontinuální fáze. V průběhu které je otevřená kniha objednávek, zobrazuje se celkový počet objednávek a kusů cenných papírů pro jednotlivé cenové hladiny v rámci hloubky trhu. Okamžitě zde dochází k porovnávání nově vložené limitní či tržní objednávky s aktuální knihou objednávek za účelem uspokojení dané objednávky. K uspokojení objednávky dojde zcela, částečně (v jednom či více krocích) nebo vůbec a je uplatňovány cenová a časová priorita [22].

Objednávky jsou řazeny podle ceny a času. Na základě tohoto řazení se uplatňují následující pravidla. Nákupní objednávky s vyšší limitní cenou jsou upřednostněny před nákupními objednávkami s nižší limitní cenou. Obdobně veškeré prodejní objednávky s nižší limitní cenou mají přednost před prodejními objednávkami s vyšší limitní cenou. Dojde-li ke shodě objednávek na základě limitní ceny, rozhoduje časová priorita, která upřednostňuje dříve vložené objednávky. Obchodníci jsou vždy informováni o uzavřených obchodech, cenách, časech a počtech zobchodovaných kusů.

Závěrečná aukce následuje po kontinuální fázi a skládá se stejně jako úvodní aukce ze tří částí [22]:

- vkládání objednávek,
- stanovení aukční ceny,
- dorovnání převisu.

1.4.2 Samostatná aukce

Samostatná aukce je složena ze tří fází, kterými jsou vkládání objednávek, stanovení aukční ceny a dorovnání převisu. Objednávky, které v příslušné aukci nejsou uspokojeny, zůstávají v knize objednávek do konání následné aukce, jestliže tomu odpovídá doba jejich platnosti.

Během fáze vkládání objednávek může obchodník vkládat nové objednávky a kotace, měnit či rušit dříve vložené. Při existenci možnosti spárování objednávek v aktuální knize je trhu zobrazována teoretická aukční cena. Ke stanovení této ceny dojde v případě, že právě tehdy dojde k ukončení vkládání objednávek a nastane fáze stanovení aukční ceny [22].

Ke stanovení aukční ceny dochází velice rychle a je stanovena na základě situace v knize objednávek ke konci fáze vkládání objednávek. Při tomto postupu se uplatňuje princip zobchodování co největšího počtu objednávek. Aukční cena má uspokojit co největší počet objednávek za minimálního převisu. Při uspokojování objednávek se využívá časové priority, a pokud objednávky nemohou být spárovány, aukční ceny nelze určit.

Ve fázi dorovnání převisu jsou všechny neuspokojené cenově vyhovující objednávky nabídnuty trhu. Převis těchto objednávek je uspokojen za stávající aukční cenu a opět se uplatňuje systém časové priority. Jestliže dojde k nedorovnání převisu, objednávky částečně nebo úplně neuspokojené jsou převedeny do následujícího obchodování podle svých příslušných vlastností [22].

1.5 Investiční nástroje obchodované na BCPP

Na Burze cenných papírů Praha se obchoduje hlavně se dvěma druhy investičních nástrojů, jimiž jsou akcie a dluhopisy

Akcie lze považovat za jednotku vlastnictví, která představuje stejný (rovný) podíl základního kapitálu společnosti. Zmocňuje držitele akcie (akcionáře) domáhat se nároku na zisk společnosti, ale také být odpovědný za dluhy a ztráty společnosti.

Rozlišujeme dva hlavní druhy akcií [31]:

- Kmenové akcie – opravňují akcionáře podílet se na vyprodukovaném zisku společnosti a také hlasovat svým jménem na valných hromadách a jiných setkáních.
- Prioritní akcie – opravňují akcionáře k fixním příjmům, ale akcionáři nemají hlasovací právo.

Dále lze akcie také dělit z hlediska formy na akcie na jméno a na akcie na doručitele. Akcie na jméno dávají akcionářská práva tomu, na jehož jméno akcie je a akcie na doručitele opravňuje vykonávat akcionářská práva držitele akcie [34].

Dluhopis je označován jako zastupitelný dlužnický cenný papír nesoucí právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit. Časový horizont splatnosti dluhopisu je pevně stanoven, výjimkou je dluhopis zvaný konzola, jenž přináší věčnou rentu. Emitent neboli dlužník se vydáním dluhopisu zavazuje ke splacení jmenovité hodnoty dluhopisu ve stanovených termínech a k výplatě kupónové platby z dluhopisu jedenkrát, dvakrát nebo čtyřikrát ročně. Jmenovitá hodnota dluhopisu je majiteli splacena buď jednorázově, velmi

často k okamžiku splatnosti, nebo stanovenými splátkami v daných termínech. Cílem emise dluhopisů je získání dodatečných finančních prostředků na delší časový úsek [34].

Emitentem dluhopisu se mohou stát banky, firmy, územně samosprávné celky, ale i státy. Dluhopisy lze dělit podle druhů např. na státní, korporátní a komunální.

Komunální dluhopisy jsou emitované územním samosprávným celkem za souhlasu Ministerstva financí ČR, které posuzuje, zdali ekonomická situace daného územního samosprávného celku dovoluje nebo nedovoluje splnění všech závazků vztahujících se k dané emisi komunálních dluhopisů [34].

Státní dluhopisy jsou upravené zákonem č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. Jsou definovány jako dluhopisy vydané Českou republikou zastoupenou Ministerstvem financí. *„Povolení vydat státní dluhopisy musí být stanoveno zákonem. Právní povolení může být dáno dvojím způsobem; jednak zákonem pověřujícím ministerstvo vydat dluhopisy jak je dáno relativním limitem regulujícím řízení krátkodobého dluhu, jednak konkrétními zvláštními zákony s názvy „zákon o státním dluhopisovém programu“, který stanoví podmínky (účel, částku a maximální dobu splatnosti) tohoto právního povolení k vydání dluhopisů na krytí dlouhodobého dluhu. Zákony o státních dluhopisových programech stanoví limit, který musí řízení státního dluhu dodržet. Zákon zmocňuje Ministerstvo financí rovněž k provádění praktického řízení státního dluhu řízením portfolia státních dluhopisů zajišťujícími operacemi atd.“²*

Korporátní dluhopisy jsou vydávány velkými podniky, korporacemi nebo bankami za účelem získání více volných finančních zdrojů.

² Právní úprava řízení státního dluhu. *MFCR* [online]. [cit. 2013-03-26]. Dostupné z: http://www.mfc.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_legislativa_10142.html

2 CHARAKTERISTIKA FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY

Fundamentální akciová analýza je považována za nejkompexnější a nejvíce oblíbený analytický přístup, který se snaží vysvětlit pohyb akciových kurzů. Fundamentální analýzou zkoumaných oblastí je široké spektrum. Nejedná se pouze o zkoumání firemních fundamentálních faktorů jako např. historické zisky, dividendy vyplácené společností, zadluženost, rentabilita, ale také globálních a odvětvových faktorů [34].

Fundamentální analýza, při určování hodnoty společnosti, využívá prognózy vývoje globální, regionální a národní ekonomiky, odvětví i jednotlivých firem. Fundamentální analýza je založena na pozorování kursotvorných faktorů na třech úrovních [21]:

- makroekonomické,
- odvětvové a
- jednotlivých společností.

„Hlavním cílem fundamentální analýzy je co nejpřesněji odpovědět na otázku: Která akcie je podhodnocená, která je nadhodnocená a která je naopak správně oceněná?“³ Fundamentální analýzu lze využít k zodpovězení mnohem náročnější otázky typu: „Proč je daná akcie podhodnocená nebo nadhodnocená a proč je možné v budoucnu očekávat růst nebo pokles některých fundamentálních veličin?“.

Fundamentální analýza čerpá z dat, které obsahují účetní, faktické a statistické informace týkající se společnosti jako celku, ale i odvětví a ekonomik. Tyto informace jsou však vždy plně dostupná široké investorské veřejnosti. Podíváme-li se na využívaná data a způsob konstrukce fundamentálních modelů je zcela zřejmé, že v této analýze se uplatňuje střednědobý či dlouhodobý investiční horizont [34].

2.1 Globální fundamentální analýza

Nejdůležitějším úkolem globální fundamentální analýzy je zkoumání, identifikování a hodnocení vlivu ekonomiky a trhu na hodnotu analyzované akcie. K získání podrobnější představy o stavu a vývoji ekonomik a trhů slouží významné globální makroekonomické agregáty, faktory a veličiny, mezi které patří např. inflace, HDP, úrokové míry, peněžní zásoba, pohyb devizových kurzů, politické a ekonomické šoky aj. [34].

³ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

V tradičním strukturálním modelu Kerana (1971) je uvedeno, že existují čtyři exogenní veličiny, jež působí zvnějšku, a výrazně ovlivňují akciové kurzy. Jedná se o [21]:

- potenciální výstup ekonomiky (PY),
- změny peněžní nabídky (+, - M),
- změny ve vládních výdajích (+, - G) a
- daně korporací (T_c).

2.1.1 Úrokové míry

Mezi vývojem úrokových měr a akciových kurzů panuje negativní vztah. Tento negativní vztah je poměrně silný, což dokládá vysoká hodnota korelačního koeficientu (0,85) mezi těmito dvěma veličinami. Při růstu úrokových měr je velmi pravděpodobné, za předpokladu naměřeného vztahu, že dojde k poklesu akciových kurzů [34]. „*Naopak neočekávaný pokles úrokových sazeb představuje příznivou zprávu pro investory, neboť způsobuje růst akciových kursů (vše za jinak nezměněných podmínek).*“⁴

Vliv neočekávaných změn úrokových sazeb na akciové kurzy lze popsat třemi způsoby [21]:

1. „*Podle hlavního směru investiční ekonomie odrážejí akciové kurzy současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů pro majitele akcie. Úroková sazba je důležitým prvkem při převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu. Neočekávané zvýšení úrokových sazeb vede k růstu požadované výnosové míry a ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionáře, což způsobuje pokles akciových kurzů.*“⁵
2. Neočekávané zvýšení tržních úrokových sazeb z dluhových instrumentů vede k úbytku peněžních prostředků z akciových trhů a naopak k nárůstu těchto prostředků na trzích dluhopisů, které mají vyšší výnosovou míru. Neočekávaný růst tržních úrokových sazeb, při neměnných podmínkách, vede k přeskupení poptávky po akciových instrumentech do dluhových instrumentů, a to až do okamžiku vyrovnání výnosové míry na obou trzích.
3. Náklady firem na získávání kapitálu pro uskutečnění investic jsou ovlivňovány úrokovými sazbami a jejich změnami. Je velice pravděpodobné, že růst reálných úrokových sazeb vyvolá pokles míry investování, jelikož dochází ke zvýšení nákladů na

^{4,5} MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

financování kapitálu a snižuje se i jeho rentabilita. Snížení podnikových investic je zpravidla doprovázeno jak poklesem zisku, dividend, tak i poklesem akciových kursů.

V investiční praxi je vztah mezi pohybem úrokových měr a akciových kurzů komplikovanější, což je důležité si uvědomit. Chování a reakce akciového trhu jsou obvykle z velké části ovlivněny očekáváními a pocity investorů, což dělá fundamentální analýzu založenou výhradně na faktických, statistických a účetních datech velice obtížnou [34].

2.1.2 Reálný výstup ekonomiky

Na vývoj akciových kursů lze nahlížet jako na systém, jenž je složený z různých fází. V dlouhodobém horizontu se považují akciové instrumenty za instrumenty růstové, kde dlouhodobě akciové kurzy kolísají kolem základního trendu. Růst základního trendu v dlouhém období je s největší pravděpodobností důsledkem dlouhodobého růstu ekonomické úrovně. Vývoj ekonomické aktivity je v dlouhodobém horizontu kopírován akciovými kursy, přičemž ekonomická prosperita je zdrojem optimismu na kapitálových trzích a naopak ekonomická recese častokrát vede k pesimismu a negativnímu vývoji na akciových trzích [21].

Akciové kursy jsou v dlouhodobém horizontu ve velice těsném vztahu s výstupem reálné ekonomiky, což ale neplatí pro krátké období. V krátkém období se vztah mezi změnou ekonomické úrovně a akciovými kurzy tak silně neprojevuje. Akciové kurzy bývají před vývojem reálné ekonomiky o několik měsíců. Z těchto důvodů lze akciový index považovat za velmi spolehlivý indikátor pro predikci změny jednotlivých fází hospodářského cyklu. Objevují se rozdílná teoretická vysvětlení, proč akciové kursy předbíhají reálný výstup ekonomiky. Jsou jimi podle Musílka [21]:

- a. *„Investoři mají dobrou prozíravost a chovají se na principu očekávání. Rozhodují se spíše na základě očekávaného ekonomického vývoje než na základě současné situace.*
- b. *Investoři se rozhodují spíše na základě současné situace, ale hlavní indikátory, které sledují (zisk a zisková marže), předbíhají reálný vývoj ekonomiky. Ziskově orientovaní investoři pak způsobují vzestup či pokles akciových kursů před reálným vývojem ekonomické úrovně.*
- c. *Změny akciových kursů způsobují změny spotřebitelského a podnikatelského chování a rozhodování o výši výdajů jednotlivých ekonomických subjektů, což ovlivňuje vývoj reálné ekonomiky. Vývoj na akciovém trhu je příčinou chování ostatních ekonomických*

subjektů. Např. Modigliani (1971) tvrdí, že růst cen akcií zvyšuje hodnotu finančního bohatství, čímž se zvyšují celoživotní zdroje spotřebitelů. Nárůst celoživotních zdrojů pak umožňuje zvýšit spotřebu, což se pozitivně odrazí v úrovni reálného výstupu ekonomiky. Pokud naopak dojde k poklesu akciových kursů, sníží se důvěra v budoucí vývoj ekonomiky a ekonomické subjekty sníží poptávku. Pokles agregátní poptávky pak způsobí pokles reálného výstupu ekonomiky.⁶

Reálný výstup ekonomiky je tak důležitým indikátorem vývoje akciových kurzů na akciových trzích.

2.1.3 Inflace

Podle mnohých měření, která zkoumala závislost mezi vývojem inflace a pohybem akciových kurzů, byl identifikován rovněž negativní vztah. Avšak hodnoty naměřených korelačních koeficientů nejsou tak vysoké, jak je tomu v případě úrokových měr a kurzu akcií. Hodnoty naměřených korelačních koeficientů se většinou pohybují kolem 0. Hodnoty korelačních koeficientů mezi vývojem inflace a akciovými kurzy byly zveřejněny ve studii Elyho a Robinsona, viz Tabulka 1.

Tabulka 1 Korelační koeficienty mezi vývojem inflace a akciových kurzů⁷

Země	1950-1959	1960-1969	1970-1979	1980-1986	1950-1986
USA	-0,05	-0,28	-0,24	-0,34	-0,25
Japonsko	-0,08	-0,21	-0,33	-0,26	0,20
Německo	-0,05	-0,19	-0,02	-0,12	-0,09
Francie	-0,24	-0,12	-0,05	-0,15	-0,13
Velká Británie	-0,02	-0,16	-0,06	-0,08	-0,04
Itálie	-0,26	-0,16	-0,29	-0,09	-0,20
Kanada	-0,06	-0,12	-0,04	-0,26	-0,03

⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

⁷ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

Příkladem kdy dochází k inverznímu vztahu mezi inflací a akciovými kurzy může být skutečnost, kdy investoři na základě svých předešlých zkušeností přijímají negativní očekávání vzhledem k budoucímu vývoji hospodářského cyklu. K růstu cenové hladiny dochází s největší pravděpodobností vždy ke konci vzestupné fáze hospodářského cyklu. „*Jakmile tedy investoři zvýší svá očekávání inflace, očekávají také restriktivní měnovou politiku centrální banky a rovněž také pokles tempa růstu ekonomiky. Zároveň pociťují zvýšené inflační riziko. Tato svá vesměs negativní očekávání samozřejmě investoři zahrnou do svých zhodnocovacích modelů. Výsledkem ohodnocení jsou potom nižší správné ceny akciových instrumentů.*“⁸

2.1.4 Politické a ekonomické šoky

Politické a ekonomické šoky patří k událostem, které jestliže nastanou neočekávaně, mohou pozitivně či negativně ovlivnit vývoj akciových kursů. Jedná se o skupinu faktorů, jenž je nemožné kontrolovat managementem akciových společností nebo správci portfolií. Šokové události se vyskytují zcela spontánně. Nahodilé pozitivní, ale i negativní ekonomické a politické události zásadním způsobem ovlivňují ceny akcií v krátkém období. Za několik měsíců dochází k odeznění těchto šoků, což vede k výraznému opačnému pohybu tržních cen akcií na akciových trzích. Politické a ekonomické šoky ovlivňují současně více odvětví, avšak citlivost jednotlivých odvětví na tyto šoky je různá [21].

Reakce na politické šoky se na akciových trzích objevují hojně. Často dochází k demisím vlád, zveřejňování volebních výsledků nebo korupčních afér. Všechny tyto činnosti mají velký vliv na chování akciových kurzů. Z historických událostí je patrné, že kursy také pravidelně klesají ve válečných obdobích. Naopak např. „sametová revoluce“ v České republice v roce 1989 vedla k velkému růstu akcií na vídeňské burze [21].

V případě ropných šoků v letech 1970 až 1980 byl růst cen ropy spojen s růstem inflačního očekávání, růstem úrokových sazeb a poklesem akciových kurzů. Z odvětví byl nejvíce zasažen automobilový průmysl. Ekonomické šoky mohou mít podobu hyperinflace, masové nezaměstnanosti nebo výrazné změny devizových kurzů [21].

Například Musílek uvádí ve své knize: „*Měnová krize v České republice během měsíce května 1997 rovněž negativně ovlivnila český akciový trh. 20. 5. 1997 poklesl index PX-50 o 2,82 % jako reakce na měnové a úrokové turbulence. Výrazný pokles pokračoval při*

⁸ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

*průběžném obchodování, což je patrné z tabulky 1.2. I následující burzovní den (21. 5. 1997) kursový pokles pokračoval. Burzovní index PX-50 klesl o dalších 2,63 %.*⁹

Tabulka 2 Průběžné obchodování (Burza cenných papírů Praha, 20. 5. 1997)¹⁰

Akcie	Otevírací kurs (Kč)	Uzavírací kurs (Kč)	Změna (%)
Česká spořitelna	292	278	-4,79
ČEZ	935	889	-4,92
Chemopetrol	1296	1280	-1,23
Komerční banka	1850	1770	-4,32
SPT Telecom	3140	3005	-4,30

2.2 Odvětvová fundamentální analýza

Po prozkoumání a analyzování makroekonomických faktorů je zapotřebí do investičního rozhodnutí zahrnout také odvětvové faktory. Existuje celá řada odvětví (strojírenství, zemědělství, automobilový průmysl atd.), která nejsou stejně citlivá na vývoj ekonomiky, taktéž vykazují různou míru zisku, regulace a rozvoje. Jinak řečeno odvětvová analýza se snaží identifikovat charakteristické faktory, rysy a specifika odvětví, v němž zkoumaná společnost působí.

K odvětvovým faktorům, které mohou výrazně ovlivnit zisky, tržby, vnitřní hodnotu akcie a akciové kurzy patří životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus a tržní struktura odvětví [34].

2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Podle Musílka jsou jednotlivá odvětví rozdílně ovlivňována hospodářským cyklem a z hlediska citlivosti na konjunkturální vývoj rozlišujeme:

- cyklická odvětví,

^{9,10} MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

- neutrální odvětví a
- anticyklická odvětví.

Cyklická odvětví se projevují tím, že vývoj jejich zisků, tržeb a akciových kursů poměrně věrohodně kopíruje průběh hospodářského cyklu. V období expanze dochází k vysokým kursovým růstům a naopak v období recese kursy znatelně klesají. Ve fázi recese spotřebitelé projevují menší zájem po produktech cyklických odvětví. Mohou také odložit nákup určitých statků a služeb a uskutečnit tyto obchody za, pro ně, výhodnější důchodové situace. To vede k rychlému poklesu tržeb a zisků jednotlivých firem z odvětví.

Mezi cyklická odvětví lze zahrnout např. stavební průmysl, průmysl dlouhodobých spotřebních statků nebo automobilový průmysl. Jedním z nejcitlivějších odvětví na vývoj hospodářského cyklu je automobilový průmysl, tato citlivost byla k vidění na akciových trzích v roce 2008 [21].

Neutrální odvětví se vyznačují nezávislostí jejich tržeb a zisků na jednotlivé fáze hospodářského cyklu. Mezi tyto odvětví především patří potravinářský průmysl, ale také produkty jako cigarety, alkohol, noviny. Produkty, které mají nízkou cenovou elasticitu.

Třetím typem jsou **anticyklická odvětví**, jež pravidelně dosahují nejvyšších tržeb a zisků ve fázi recese. Jedná se tedy o pravý opak odvětví cyklických. Mezi tyto odvětví patří odvětví, která vyrábí substituční produkt produktům, ve fázi recese, drahým z cyklických odvětví. V minulosti se jednalo například o oblast volného času a zábavy, kde lidé raději využívali kabelovou televizi ke sledování exotických destinací, než aby cestovali. Dalším příkladem mohou být videopůjčovny, které představovaly levnější alternativu oproti kinům s vysokým vstupným [34].

Tabulka 3 Vliv hospodářského cyklu na odvětví

	Cyklická odvětví	Neutrální odvětví	Anticyklická odvětví
Hospodářský cyklus	kopírují	nezávislé	proti cyklu
Odvětví	Stavebnictví, automobilový průmysl	Potravinářský průmysl, pivovarnictví, cigarety	Oblast volného času a zábavy
Expanze	↑	nezávislé	↓
Recese	↓	nezávislé	↑

2.2.2 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví je koncept vztahující se k odlišným fázím, skrze které dané odvětví prochází. Počínaje svým vznikem a konče případným úpadkem. V jednotlivých fázích životního cyklu odvětví dochází k různému vývoji zisků, tržeb i akciových kurzů [12].

Podle Veselé je životní cyklus odvětví zpravidla členěn na 3 fáze [34]:

1. pionýrská fáze,
2. fáze rozvoje,
3. fáze stabilizace.

Pionýrská fáze stojí vždy na počátku životního cyklu odvětví a je charakteristická produkcí zcela nových či výrazně inovovaných produktů, jež jsou pro spotřebitele vysoce atraktivní. Na základě této skutečnosti dochází k prudkému vzestupu poptávky po těchto produktech daných firem, což umožňuje společnostem dosahovat velmi vysoký dodatečný zisk. Vidina tohoto zisku přiláká do odvětví velké množství konkurence, což způsobí nestabilitu a oslabení celé řady společností v odvětví. V důsledku toho dochází ke značné kolísavosti zisků, tržeb, vnitřní hodnoty a akciových kurzů [34].

„Obecně lze říci, že investice do odvětví v pionýrské fázi životního cyklu slibuje vysoký výnos, nicméně dosažení tohoto vysokého výnosu je zároveň provázeno vysokým rizikem.“¹¹

¹¹ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

Druhá etapa životního cyklu odvětví je nazývána **fází rozvoje**. V této etapě se již vyskytují pouze společnosti, které přežily pionýrskou fází. Společnosti se snaží upevnit svou pozici na trhu, rostou a expandují. Dochází také k poklesu kolísavosti zisku, tržeb, vnitřní hodnoty a akciových kurzů. Konkurence v odvětví je stále na vysoké úrovni, což může vést k případnému snížení cen produkce. Poptávka po produkci je stále vysoká a pozitivně tak ovlivňuje zisk a tržby společností, které stále rostou, avšak zpravidla klesajícím tempem [34].

„Riziko spojené s investicí do tohoto odvětví je nižší než v první, pionýrské fázi životního cyklu, nicméně s poklesem rizika je nutno očekávat i zúžení prostoru pro očekávaný výnos.“¹²

Fáze stabilizace je poslední fází životního cyklu odvětví. Vyznačuje se především vysokou stabilitou ve vývoji zisků, tržeb, vnitřních hodnot a akciových kurzů akcií společností v daném odvětví. Postupem času však není možný další růst odvětví a dochází ke „skrytému zastarávání“. Na tento fakt reagují akciové kurzy značným poklesem. Následný vývoj odvětví se může podle Veselé ubírat dvěma cestami: první z nich je pokračující pokles prodané produkce, pokles zisků a postupný útlum odvětví. Druhou možností je pak převratná inovace, která umožní oživení odvětví, opětovný průchod pionýrskou fází, fází růstu a stabilizace [34].

Délka jednotlivých fází životního cyklu, v závislosti na okolnostech, může být různě dlouhá. Také celá řada faktorů jako licence, patenty, kapitálová náročnost může výrazně ovlivnit počet subjektů v odvětví, čímž následně bude ovlivněna velikost konkurence v odvětví, pohyb a kolísavost firemních tržeb, zisků a akciových kurzů [34].

Musílek uvádí, že *„Teorie životního cyklu vysvětluje odlišný vývoj akciových kursů odvětvových akcií v jednotlivých časových obdobích.“¹³* A také se odkazuje na George A. Chestnutta, který uvádí, že *„...Při posuzování budoucího trendu individuální akcie je důležité prognózovat trend její odvětvové skupiny než prognózovat trend celkového trhu...“*.

Podle Musíla vede nesprávné zohlednění odvětvové růstové míry k nesprávnému ohodnocení akciových instrumentů, tato skutečnost je však značně ztížena obtížnou predikcí budoucího vývoje. Dále uvádí, že zohlednění odpovídajícího životního cyklu je jedním z klíčových předpokladů správného zhodnocovacího přístupu akciových instrumentů.

¹² VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

¹³ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

2.2.3 Tržní struktura odvětví

Volatilita tržeb, zisků a akciových kurzů je taktéž značně ovlivňována typem tržní struktury daného odvětví. Analytici poté na základě tržní struktury odvětví a vývoje fundamentálních veličin volí specifický postup či metodu ke zpracování vstupních dat a následně pak i určitý model při stanovování hodnoty akcie [34].

Každý typ tržní struktury odvětví lze charakterizovat a rozpoznat na základě počtu společností nacházejících se v daném odvětví, charakteru vyráběných produktů, existence či neexistence bariér vstupu do daného odvětví a způsobu formování cen v daném odvětví. V mikroekonomii lze nalézt, s vazbou na tato kritéria, čtyři typy tržní struktury odvětví: monopol, oligopol, nedokonalá a dokonalá konkurence [34].

Monopol nebo také monopolní tržní struktura se vyznačuje přítomností jediné společnosti v daném odvětví. Jedná se o jedinou společnost, která vyrábí daný produkt či službu. Vstupu konkurence do odvětví brání velmi vysoké bariéry vstupu, jež se pro většinu společností stávají nepřekonatelné. Společnost, která se nachází v takovéto tržní struktuře, zpravidla dosahuje monopolního, vysokého zisku, což vede k růstu jejích akciových kurzů. Nevýhodou mohou být jen nepatrné snahy o snižování a větší efektivnost nákladů. Monopolní tržní struktura je považována za velice stabilní ve vývoji zisků a tržeb, což analytikům umožňuje provést relativně přesnou analýzu a predikci. Mezi odvětví s monopolní strukturou lze zařadit např. výroba a rozvod elektrické energie, poštovní služba nebo železnice [34].

Oligopol, je tržní strukturou, kde v odvětví působí několik málo přibližně stejně silných společností, mající na trhu podstatný podíl. Vstup dalších společností do odvětví je omezen bariérami, které jsou na rozdíl od monopolní tržní struktury slabší. *„Konkrétně se může jednat o úspory z rozsahu, sortimentu, právní či regulatorní restrikce, vysoké počáteční náklady aj. Vývoj zisků a tržeb firem z oligopolního odvětví dosahuje ještě poměrně vysoké stability, nicméně, jedná-li se o cyklické odvětví, může být pohyb zisků a tržeb firem značně poznamenán vývojem hospodářského cyklu.“*¹⁴ Analýza a prognóza vývoje tržeb, zisků a akciových kurzů společností působících v oligopolní tržní struktuře je proveditelná je proveditelná jen s určitými analytickými úpravami. Do oligopolní struktury lze řadit odvětví jako poskytování finančních služeb (bankovníctví, pojišťovnictví), chemický průmysl, automobilový průmysl, počítačový průmysl aj. [34].

¹⁴ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

V nedokonale konkurenční tržní struktuře se nachází velké množství společností, což způsobuje, že diferenciací vyráběného produktu zůstává velmi malá. Bariéry vstupu do odvětví jsou zde minimální. Bariéry lze snadno překonat, avšak s vynaložením určitých finančních prostředků. V této tržní struktuře se nenachází společnost, která by měla rozhodující postavení, výhody, tvorbu nadprůměrných zisků a mohla tvořit ceny. Vývoj tržeb a zisků společností v nedokonale konkurenčním prostředí je značně kolísavý. Tento fakt výrazně komplikuje provádění veškerých analýz a predikcí vývoje tržeb, zisků a akciových kurzů společností. Mezi odvětví, která lze zařadit do tržní struktury nedokonalé konkurence patří: pohostinství, odvětví produkující základní potraviny, kosmetické zboží aj. [34].

Dokonalá konkurence je tržní struktura, kde neexistují bariéry vstupu do odvětví. „Zisk zde závisí na volně se měnící struktuře nabídky a poptávky po produktu. Jakákoliv prakticky využitelná analýza a prognóza běžně analyzovaných dat by v této tržní struktuře byla v důsledku neustále se měnících exogenních faktorů a změn neproveditelná.“¹⁵ Avšak dokonalá konkurence je považována pouze za teoretický model, který jako takový v reálném světě neexistuje, a proto odvětvoví fundamentální analytici mohou rozlišovat pouze tři výše zmíněné tržní struktury.

Pro lepší orientaci v daných tržních strukturách a jejich charakteristikách poslouží tabulka č. 4.

Tabulka 4: Typy tržních struktur a jejich charakteristiky¹⁶

Typ tržní struktury odvětví	Počet firem v odvětví	Charakter produktu	Překážky vstupu do odvětví	Způsob tvorby cen v odvětví
Monopol	Pouze jedna firma	Pouze jeden produkt	Téměř nepřekonatelné	Firma stanovuje cenu (price maker)
Oligopol	Několik málo firem	Identický, velmi málo diferencovaný	Překonatelné překážky	Cenu stanovuje několik firem
Nedokonalá konkurence	Více, mnoho (žádná rozhodující firma)	Diferencovaný, existují cenově blízké substituty	Nepatrné - snadno překonatelné překážky	Podíl na stanovení ceny je nepatrný
Dokonalá konkurence	Mnoho (malé, ekonomicky slabé)	Homogenní produkt	Žádné	Žádný vliv na cenu (price taker)

^{15,16} VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

2.3 Podniková fundamentální analýza

Podnikovou fundamentální analýzu lze charakterizovat jako analýzu jednotlivých společností, u kterých se provádí:

- finanční analýza,
- výpočet vnitřní hodnoty akcie.

2.3.1 Finanční analýza

Finanční analýzu můžeme definovat jako proces hodnocení společností, projektů, rozpočtů za účelem získání informací o jejich finanční situaci. Nejčastěji je finanční analýza využívána při určování, zdali je daný podnik stabilní, solventní, likvidní a profitující na tolik, aby do něj mohlo být investováno. Jestliže se zaměříme na konkrétní společnost, sleduje se především výkaz zisků a ztrát, rozvaha a výkaz cash flow [8].

Do finanční analýzy lze řadit například poměrové ukazatele, syntetické ukazatele či trendovou analýzu.

Poměrové ukazatele jsou jedním z nejčastěji používaných rozborových postupů k účetním výkazům. A to z hlediska využitelnosti a jiných úrovní analýz – odvětvová analýza. Poměrový ukazatel se vyjádří jako poměr účetních položek základních účetních výkazů k jiné položce nebo jejich skupině [21].

Poměrové ukazatele lze členit na ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti, aktivity a tržní hodnoty.

Ukazatele likvidity jsou obvykle součástí výročních zpráv akciových společností a taktéž jsou součástí hospodářských analýz. Obecně se však doporučuje rozhodování na základě delší časové řady než jen jedné hodnoty. S ukazateli likvidity je spojené slovo likvidita. „*Likvidita určité složky majetku představuje vyjádření vlastnosti dané složky majetku rychle a bez velké ztráty hodnoty se přeměnit na peněžní hotovost. Tato vlastnost bývá v některé literatuře označována jako likvidnost. Naproti tomu likvidita podniku je vyjádřením schopnosti podniku uhradit včas své platební závazky.*“¹⁷

Zpravidla využíváme 3 základní ukazatele [21]:

¹⁷ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 2. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2008, 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotov\acute{e} platebn\acute{i} prostředky}}{\text{dluhy s okamžitou splatností}}$$

$$\text{Pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{(\text{ob\acute{e}žná aktiva} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{ob\acute{e}žná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

Ukazatele rentability jsou považovány za jedny z nejsledovanějších ukazatelů vůbec, a to kvůli poskytování informací o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Podle Kislingerové lze nejobecnější tvar tohoto ukazatele vyjádřit jako poměr výnosu a vloženého kapitálu [16].

Mezi nejznámější ukazatele rentability patří rentability celkových aktiv (*Return on Assets*, ROA), jenž by měl odrážet efekt, kterého bylo dosaženo z celkových aktiv [16].

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{A}$$

kde *EBIT* zisk po zdanění a úrocích (*Earnings Before Interest and Tax*),

A celková aktiva.

Kislingerová uvádí, že: „*Jelikož aktiva zahrnují jak vlastní, tak cizí kapitál, je vhodné do čitatele zahrnout výnos pro vlastníky a věřitele, případně i pro stát – tím je tzv. EBIT (Earnings Before Interest and Tax).*“¹⁸

Dalším z využívaných ukazatelů je rentabilita vlastního kapitálu (*Return on equity*, ROE), jenž vyjadřuje výnos pro vlastníky. Ukazatel ROE lze rozkládat na dílčí ukazatele tímto způsobem [6]:

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{T} * \frac{T}{A} * \frac{A}{VK}$$

kde *T* tržby,

A celková aktiva, kde *A* = CK (CK = celkový kapitál),

¹⁸ KISLINGEROVÁ, Eva; HNILICA, Jiří. *Finanční analýza: krok za krokem*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2005, xiii, 137 s. ISBN 80-717-9321-3.

VK vlastní kapitál,

EAT čistý zisk (*Earnings After Tax*).

Ukazatele aktivity se snaží určit, jak efektivně využívá management podniku aktiva. V rámci různých odvětví se vyskytují také různé hodnoty těchto ukazatelů, a proto je nutné hodnotit jejich vývoj ve vztahu k danému odvětví, ve kterém se zkoumaný podnik nachází. Tyto ukazatele nejčastěji poměrují tokovou veličinu (tržby) k veličině stavové (aktiva), a proto lze hovořit o dvou skupinách tohoto ukazatele [16]:

- obrátkovost (rychlost obrátu) – jedná se o počet obrátek aktiv za období, ke kterému se vztahují tržby použité v daném ukazateli,
- doba obrátu – zachycuje dobu (dny, roky), po kterou trvá jedna obrátka.

Ukazatele zadluženosti jsou využívány ke sledování vztahu mezi vlastními zdroji a cizími zdroji, neboli ke sledování kapitálové struktury. Kapitálová struktura je důležitá pro kvalitní rozvoj podniku a rovněž podmiňuje jeho zdravý finanční rozvoj. Kapitálová struktura je podstatná zejména pro věřitele a akcionáře, kteří jsou nejvíce ohroženi dluhovými financováním. Ve finanční analýze se používá celá řada ukazatelů zadluženosti. Mezi základní ukazatele patří ukazatel věřitelského rizika (debt ratio), koeficient samofinancování (equity ratio) a ukazatel úrokového krytí [30].

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Vysoká hodnota tohoto ukazatele značí vysoké věřitelské riziko.

$$\text{Equity ratio} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Tento ukazatel je vnímán jako jeden z nejdůležitějších poměrových ukazatelů zadluženosti, jenž je využíván pro hodnocení celkové finanční situace. Vyjadřuje poměr, v jakém jsou celková aktiva společnosti financována penězi akcionářů.

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

Tento ukazatel nám udává o kolik je zisk, větší než úroky. Úrokové krytí vyjadřuje jak je velký tzv. bezpečnostní polštář pro věřitele. Doporučené hodnoty dosahují trojnásobku nebo více. Neschopnost vypořádat úrokové platby ze zisku může být signálem blížícího se úpadku společnosti [30].

Syntetické ukazatele mají za cíl soustřeďovat silné a slabé stránky podniku a vyjádřit souhrnnou charakteristiku celkového finančně ekonomického stavu a výkonnosti podniku pomocí jednoho čísla [30].

Mezi vybrané skupiny ukazatelů, jejichž cílem je předpovědět budoucí vývoj finanční situace podniku na základě jednočíselné charakteristiky patří bankrotní a bonitní modely.

Do bankrotních modelů, které dávají odpověď na otázku, zda podnik do určité doby zbankrotuje, patří např. Altmanův model, Tafflerův model nebo model „IN“ Index důvěryhodnosti [30].

„Altmanův model je vyjádřen jako součet hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, jimž je přiřazena různá váha, z nichž největší váhu má rentabilita celkového kapitálu.“¹⁹ Altmanův model pro společnosti veřejně obchodovatelné na burze lze vyjádřit [30]:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1 X_5$$

kde	X_1	podíl pracovního kapitálu k celkovým aktivům,
	X_2	rentabilita čistých aktiv,
	X_3	EBIT/aktiva celkem,
	X_4	tržní hodnota základního jmění/celkové závazky nebo průměrný kurz akcií/nominální hodnota cizích zdrojů,
	X_5	tržby/aktiva celkem.

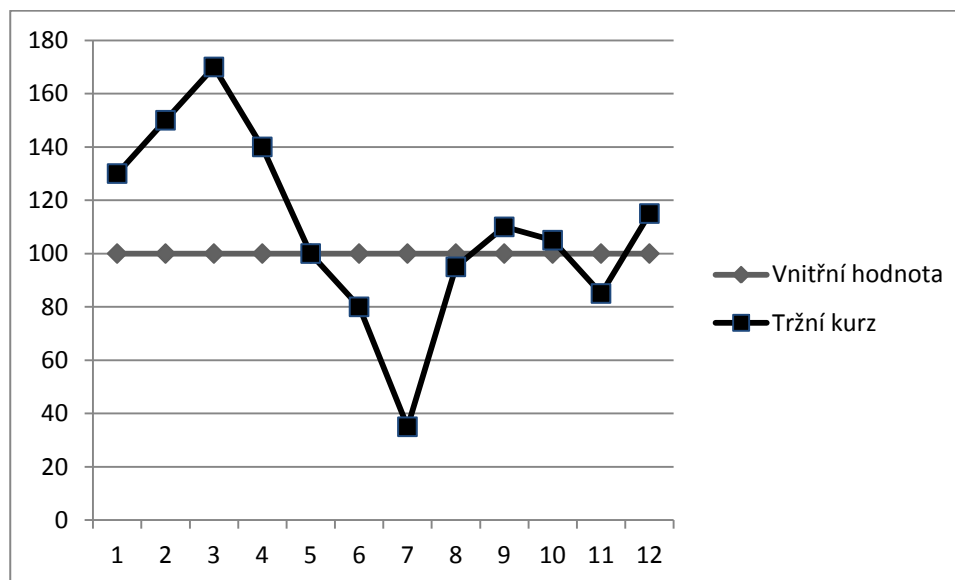
¹⁹ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

Získané výsledky lze interpretovat podle pásem, do kterého je lze zařadit. Je-li vypočítaná hodnota vyšší než 2,99, hovoříme o podniku s uspokojivou finanční situací. Nachází-li se výsledek v rozmezí 1,81 – 2,98, daná společnost patří do šedé zóny. Nelze jednoznačně určit, jestli podnik má problémy nebo je úspěšný. Hodnoty spadající pod 1,81 vypovídají o značných finančních problémech společnosti [30].

Bonitní modely se snaží pomocí bodového hodnocení stanovit bonitu hodnoceného podniku a umožňují komparaci s jinými podniky. Mezi využívané modely v této oblasti patří Soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy, Tamariho model, Kralickův Quicktest a Modifikovaný Quicktest [30].

2.3.2 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

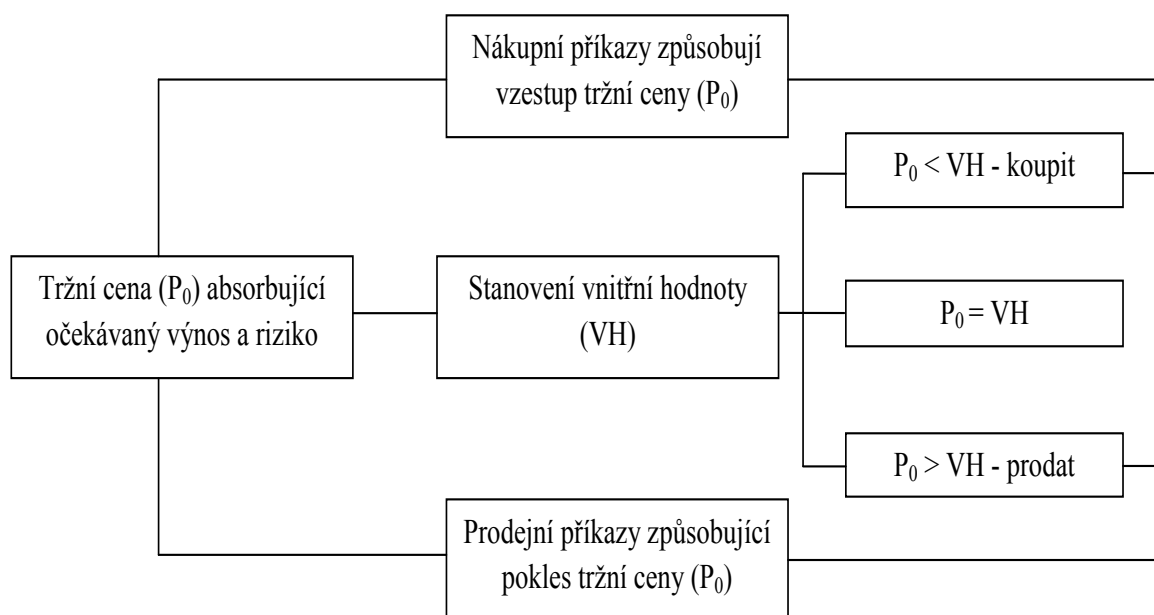
Fundamentální analýza předpokládá, že každá akcie má svou vnitřní hodnotu, jež je možné stanovit. Akciový kurz se neustále pohybuje kolem vnitřní hodnoty akcie, kterou lze ve velmi krátkém období považovat za konstantní. Analytici se snaží porovnávat zjištěnou vnitřní hodnotu akcie s jejím aktuálním tržním kurzem. Pakliže je vnitřní hodnota akcie vyšší než tržní kurz, jedná se o akcii na trhu podhodnocenou a lze očekávat vzestup kurzu. Na druhé straně je-li tržní kurz vyšší než vnitřní hodnota, pak se jedná o akcii na trhu nadhodnocenou a je možné očekávat pokles akciového kurzu. Vztah mezi vnitřní hodnotou a tržním kurzem je zobrazen v obrázku 1.



Obrázek 1 Vztah vnitřní hodnoty a kurzu

Z obrázku 1 je možné vypočítat, že akciový kurz kolísá v určitém pásmu. „Na akciovém trhu probíhá kontinuální cenotvorný proces. Tržní cena je exogenní veličinou. Investoři určují vnitřní hodnotu akcie na základě nových informací. Subjektivně stanovená vnitřní hodnota se porovnává s aktuálním tržním kursem. Je-li kurs vyšší než vnitřní hodnota, je akcie nadhodnocená a na trhu dojde ke zvýšení prodejních příkazů, což způsobuje pokles tržní ceny akcií a její přiblížení vnitřní (skutečné) hodnotě.“²⁰ Dojde-li však k opačné situaci, že tržní cena akcie je nižší než její vnitřní hodnota, pak je akcie na trhu podhodnocena a tento fakt přiměje investory nakoupit takovou akcii. Nákupní příkazy se zvýší a dojde ke zvýšení tržní ceny akcie, která se dostane až na úroveň její vnitřní hodnoty [21].

Kontinuální cenotvorný proces je zachycen na obrázku 2.



Obrázek 2 Kontinuální cenotvorný proces²¹

Stěžejním bodem fundamentální podnikové analýzy daných společností je určení vnitřní hodnoty akcie v současné době nebo predikce cílové hodnoty v budoucím období. K ohodnocování vnitřní hodnoty akcie se využívají různé metody z investiční ekonomie. Mezi základní metody lze řadit dividendové diskontní modely, ziskové modely, bilanční modely a historické modely.

Dividendové diskontní modely jsou považovány za tradiční přístup, který je v současné době hojně využíván. Určování vnitřní hodnoty akcie je založeno na principu současné

²⁰ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

²¹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

hodnoty budoucích příjmů pro majitele akcie. Těmi jsou dividendy vyplácené z dané akcie, ale také prodejní kurz akcie. Příjem v podobě dividend, je v dividendových diskontních modelech, uvažován vždy. S prodejním kurzem akcie se operuje pouze za předpokladu brzkého prodeje akcie [34].

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, jestliže uvažujeme prodej akcie na za 1 rok, lze využít daného vztahu [21]:

$$VH = \frac{D_1 + P_1}{(1 + K_e)}$$

kde VH je vnitřní hodnota
 D_1 je očekávaná dividend na konci prvního roku,
 P_1 je očekávaná prodejní cena na konci prvního roku,
 K_e je požadovaná výnosová míra.

Na akcii lze také nahlížet jako na cenný papír, jenž je nesplacitelný. Lze tedy neustále nahrazovat jednotlivé hodnoty P po dobu n -let a využít k výpočtu vnitřní hodnoty tento vztah [21]:

$$VH = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2}{(1 + K_e)} + \frac{D_3}{(1 + K_e)} + \frac{D_4}{(1 + K_e)} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1 + K_e)^n}$$

kde VH je vnitřní hodnota akcie,
 D_1 až D_n jsou očekávané dividendy v jednotlivých letech,
 P_n je očekávaná prodejní cena v n -tém roce,
 K_e je požadovaná výnosová míra.

„Vnitřní hodnota akcie je součtem současné hodnoty budoucích dividend do n -tého období a současné hodnoty očekávané prodejní ceny v n -tém období. N -té období může být nekonečně vzdálené, poněvadž akcie jsou zpravidla neumořitelné. Jestliže se n blíží nekonečnu, pak současná hodnota očekávané prodejní ceny se blíží nule. Proto můžeme

prodejní cenu úplně vypustit a vnitřní hodnotu akcie vyjádřit jako současnou hodnotu budoucích dividend pro majitele akcie, což můžeme zapsat následujícím způsobem²²:

$$VH = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \frac{D_3}{(1 + K_e)^3} + \frac{D_4}{(1 + K_e)^4} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_e)^n}$$

Tento vztah je nazýván dividendovým diskontním modelem [21].

Ziskové modely jsou další využívanou metodou pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Tyto modely pracují hlavně s veličinou čistého zisku, který je různě rozkládán nebo upravován. Pomocí matematických úprav je možné ze ziskových modelů vyjádřit ukazatele na kapitálovém trhu hojně využívané jako P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio.

Nejvíce využívaným ukazatelem kapitálového trhu je ukazatel P/E (price/earnings) ratio. Každý den je možné tento ukazatel objevit v odborném tisku, analytických zprávách, internetu či v televizním burzovním zpravodajství [34].

„Ukazatel P/E ratio je dán poměrem mezi kurzem (cenou) akcie a čistým ziskem na akcii. Hodnota P/E ratio vyjadřuje, na kolikanásobek zisku si investor cení dané akcie nebo jinými slovy kolik Kč je investor ochoten zaplatit za jednu Kč zisku produkovaného společností, jež danou akcii emitovala. Výnosový potenciál či atraktivita akcie však mohou být investory nadhodnoceny či naopak podhodnoceny.“²³

Ukazatel P/E ratio je populární díky jeho snadnému a rychlému výpočtu a jednoduchému použití. Ukazatel lze využít k porovnání akcií z hlediska jejich atraktivity a budoucích výnosových hodnot. Také je využitelný při kalkulaci vnitřní hodnoty akcie či při definování úspěšné investiční strategie a k analýze atraktivity akcie pro investory v porovnání s atraktivností v minulých letech. *„Pozitivně je ve vztahu k ukazateli P/E ratio hodnotit také fakt, že do hodnoty ukazatele P/E ratio lze zahrnout celou řadu důležitých firemních charakteristik, takových jako jsou riziko, růst, rentabilita, ziskovost, zadluženost nebo budoucí perspektivy a očekávání.“²⁴*

²² MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

^{23, 24} VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

Mezi základní druhy P/E ratia řadíme běžné tržní P/E_M ratio, které odpovídá celému trhu (odvětví), dále běžné individuální P/E₀ ratio vztahující se aktuální konkrétní a.s., prognózované P/E₁ ratio a normální individuální P/E_N.

Základem pro odvození ukazatele normální P/E ratio je Gordonův jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem. „*Za předpokladu, že je čistý zisk společnosti rozdělen na dvě části, a to na zisk vyplacený v podobě dividend a na zisk zadržovaný na úrovni společnosti, lze očekávanou dividendu v čitateli Gordonova modelu nahradit součinem očekávaného čistého zisku E₁ a dividendového výplatního poměru p, který vyjadřuje podíl čistého zisku, který je vyplacen akcionářům v podobě dividend. Dividendový diskontní model je touto substitucí transformován na model ziskový.*“²⁵ Matematicky vyjádřeno [34]:

$$V_0 = P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{E_1 * p}{k - g} = \frac{E_1(1 - b)}{k - g}$$

- kde
- V₀ je běžná, aktuální vnitřní hodnota akcie,
 - P₀ je běžný kurz (cena) správně oceněné akcie,
 - p dividendový výplatní poměr, který lze určit jako podíl D₁/E₁ a který je uvažován jako konstantní v čase,
 - b je podíl zadržovaného čistého zisku na úrovni společnosti
 - E₁ je očekávaný zisk v příštím roce (období),
 - k je požadovaná výnosová míra z akcie,
 - g je míra růstu zisku, která je však s ohledem na výše uvedený předpoklad konstantního dividendového výplatního poměru shodná s měrou růstu dividend.

Jestliže tento ziskový model vydělíme očekávaným ziskem v příštím roce E₁, můžeme již následovně vyjádřit ukazatel normálního P/E ratio [34]:

²⁵ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

$$(P/E)_N = P_0/E_1 = \frac{p}{k - g}$$

kde $(P/E)_N$ je ukazatel normálního P/E ratio; je dán podílem mezi běžnou „správnou cenou“ akcie a očekávaným čistým ziskem na akcii, všechny ostatní veličiny odpovídají předchozímu vymezení.

Podle hladiny $(P/E)_N$ lze orientačně určit, zdali je akcie správně oceněna a doporučit tak investiční rozhodnutí.

- 0-8 (10) – kurz je podhodnocen, jedná se o příliš levnou akcii,
- 8-15 – kurz odpovídá VH = správná cena ($P=VH$),
- 15 a více – kurz je nadhodnocen, jedná se o příliš drahou akcii.

Bilanční modely jsou také jedněmi z modelů, kterými lze stanovit vnitřní hodnotu akcie. Jsou založeny na analýze zveřejněné majetkové bilance dané akciové společnosti a vesměs také na stanovení odlišných hodnot, přičemž rozeznáváme nominální, substanční, účetní, likvidační a reprodukční hodnotu.

Nominální hodnota akcie, která je ve většině zemí v Evropě vyžadována, má pouze právní význam a to kvůli určení vlastnického podílu na akciové společnosti. Tento podíl lze vyjádřit jako podíl nominální hodnoty akcie na akciovém kapitálu (základní kapitál). V rámci ohodnocování vnitřní hodnoty akcie je nominální hodnoty považována za ekonomicky nevýznamnou [21].

*„Účetní hodnota vlastního kapitálu je rozdílem mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem.“*²⁶ Účetní hodnotu vlastního kapitálu je možné vydělit počtem emitovaných akcií, přičemž získáme účetní hodnotu připadající na jednu akcii.

²⁶ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

Poměr mezi tržní cenou akcie a účetní hodnotou připadající na jednu akcii je označován jako P/BV a lze vyjádřit [21]:

$$P/BV = \frac{P_0}{BV}$$

kde P/BV je poměr mezi tržní cenou akcie a účetní hodnotou vlastního kapitálu připadající na jednu akcii,

P_0 je aktuální tržní cena akcie,

BV je účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii.

Hodnotu ukazatele P/BV porovnáваме s hodnotou 1, která vyjadřuje rovnováhu mezi tržní cenou akcie a účetní hodnotou vlastního kapitálu připadajícího na jednu akcii. Akcie s větším P/BV ratio než 1 jsou oceněny trhem nad úroveň jejich účetní hodnoty a naopak akcie s P/BV ratio menším než 1 jsou trhem oceněny pod jejich účetní hodnotou.

Musílek uvádí, že: „...*Účetní hodnota společnosti je však výsledkem používaných účetních metod při pořizování a oceňování aktiv za velmi dlouhé období. Naopak tržní cena odráží současnou hodnotu budoucích příjmů pro investora. Proto není výjimkou, že tržní ceny akcií klesnou pod účetní hodnotu.*“ A závěrem dodává, že: „...*Účetní hodnota akcie nepředstavuje spodní hranici tržní ceny a není z teoretického pohledu při stanovení vnitřní hodnoty (správné ceny) akcie podstatným faktorem, protože investoři nekupují majetek podniku, nýbrž budoucí výnosovou sílu akciové společnosti. Účetní hodnota by se proto neměla používat k přímému ohodnocení akcií s výjimkou určitých specifických případů (těžařské společnosti, investiční fondy).*“²⁷

Substanční hodnota vychází z účetní hodnoty, která je však přeceňována aktuálními tržními cenami a taktéž je i přehodnocena z hlediska dalšího použití. Neboli účetní hodnota zde zahrnuje pouze ta aktiva, která vytvoří výnosy v budoucnosti. „*K této nově stanovené účetní hodnotě musíme dále připočítat tržní aktuální hodnotu nehmotného majetku (goodwill, hodnota managementu, hodnota podnikové kultury, hodnota kvalifikace zaměstnanců, tržní*

²⁷ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

hodnota patentů a licencí atd.)²⁸ Substanční metoda určení vnitřní hodnoty patří k technicky složitým, a proto nikdy nedosáhla většího využití při ohodnocování veřejně obchodovaných akcií.

Likvidační hodnota zahrnuje peněžní prostředky, jež je možné získat, jestliže společnost ukončí své podnikání, prodá všechna svá aktiva, vyrovná dluhy a zbytek rozdělí mezi akcionáře. Likvidační metoda je metodou, která při akciové analýze není moc využívána.

Reprodukční hodnota je vyjádřena jako rozdíl reprodukční hodnoty aktiv a reprodukční hodnoty závazků společnosti. „Metoda reprodukční hodnoty používá reprodukční náklady, které jsou nutné na nové pořízení aktiv při současných cenách.“²⁹ Avšak jestliže neexistují dodatečné náklady při likvidaci společnosti, pak likvidační a reprodukční hodnota jsou totožné. Za normální situace se však likvidační vyskytují a poté reprodukční hodnota obvykle převyšuje hodnotu likvidační. Investoři hlavně poměřují tržní cenu s reprodukční hodnotou podle tohoto vztahu [34]:

$$q = \frac{P_0}{V_R}$$

kde q je poměr mezi tržní cenou a reprodukční hodnotou (Tobinovo q),
 P_0 je tržní cena akcie,
 V_R je reprodukční hodnota.

Nízká hodnota ukazatele q vypovídá o podhodnocení nebo neefektivním řízení společnosti, takovéto společnosti se zpravidla stávají předmětem převzetí.

Dalším typem modelů, které se využívají ke stanovení vnitřní hodnoty akcie, jsou **historické modely**. Tyto modely pracují s veličinami akciového kurzu, tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Vývoj uvedených veličin v minulosti je průměrován a ze získaných průměrů se vytvářejí historické poměry průměrného akciového kurzu k průměrným hodnotám zbývajících veličin. „Historické poměry poté násobí příslušnou očekávanou veličinou tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Výsledek tohoto součinu pak může za určitých podmínek reprezentovat vnitřní hodnotu akcie, která v sobě obsahuje historii i očekávání.“³⁰ V rámci

^{28,29} VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

³⁰ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

historických modelů se, na rozdíl od předchozích modelů, nesetkáme s respektováním časové hodnoty peněz. To vede k nepřevádění, nediskontování na současnou hodnotu veličin jako údaje o dividendách, ziscích a cash flow.

Do historických modelů patří: P/S model (model tržeb), P/D model (model dividend), P/BV model (model účetní hodnoty) a P/CF model (model cash flow).

1. **Model P/S** poměřuje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii. Určení vnitřní hodnoty akcie lze provést následujícím způsobem [34]:

$$VH = \frac{P_A}{S_A} * S_1$$

kde S_1 je očekávaná výše tržeb pro příští rok,
 P_A je průměrný historický tržní kurz akcie,
 S_A je průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii,
 VH je běžná vnitřní hodnota akcie.

2. **Model P/D** je založen na porovnání průměrného historického tržního kurzu akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii. Vnitřní hodnota je stanovena podle následujícího vzorce [34]:

$$VH = \frac{P_A}{D_A} * D_1$$

kde D_1 je očekávaná výše dividend na jednu akcii v příštím roce,
 P_A je průměrný historický tržní kurz akcie,
 D_A je průměrná historická výše dividend na jednu akcii,
 VH je běžná vnitřní hodnota akcie.

3. Model P/BV stejně tak porovnává průměrný historický tržní kurz akcie, avšak s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii. Matematicky vyjádřeno následovně [34]:

$$VH = \frac{P_A}{BV_A} * BV_1$$

kde BV_1 je očekávaná výše účetní hodnoty na akcii v příštím roce,
 P_A je průměrný historický tržní kurz akcie,

BV_A je průměrná historická výše účetní hodnoty připadající na jednu akcii,

VH je běžná vnitřní hodnota akcie.

4. **Model P/CF** je založen na poměru průměrného historického tržního kurzu akcie a průměrné historické úrovně cash flow na jednu akcii. Vnitřní hodnota je vyjádřena tímto vztahem [34]:

$$VH = \frac{P_A}{CF_A} * CF_1$$

kde CF_1 je očekávaná výše cash flow na akcii v příštím roce,

P_A je průměrný historický tržní kurz akcie,

CF_A je průměrná historická úroveň cash flow připadající na jednu akcii,

VH je běžná vnitřní hodnota akcie.

Historické modely jsou metody, jež odráží ustálený historický vývoj použitých veličin a mají schopnost generovat poměrně reálné hodnoty. Hlavním výstupem těchto modelů je skutečnost, zdali je aktuální tržní kurz vyšší než průměrná historická úroveň nebo zda naopak je pod průměrnou historickou úrovní.

Při použití historických modelů je důležité určit, zda již nedochází nebo by nemělo v blízké budoucnosti dojít k podstatné změně firemních, odvětvových či globálních charakteristik, které by mohli způsobit odchylky sledovaných veličin od jejich historické úrovně [34].

3 SPOLEČNOST ČEZ, A.S.

Společnost ČEZ, a.s. je považována za největší energetické uskupení a to nejen v České republice, ale i v rámci střední a jihovýchodní Evropy. V České republice se však jedná vůbec o největšího výrobce elektřiny, jenž svým zákazníkům dodává i plyn a teplo.

Společnost ČEZ, a.s. je středem široké skupiny firem tvořící Skupinu ČEZ. Tato skupina se věnuje nejrůznějším aktivitám, jako jsou těžba surovin, telekomunikace, informatika, jaderný výzkum, projektování, výstavba a údržba energetických zařízení aj. [29].

Hlavním předmětem podnikání je výroba, obchod a distribuce v oblasti elektrické i tepelné energie, obchod a prodej zemního plynu a těžba uhlí. S akciemi společnosti ČEZ, a.s. se obchoduje na pražské i varšavské burze cenných papírů. Nejvýznamnějším akcionářem společnosti ke dni 31. 12. 2012 je nadále Česká republika držící téměř 70 procentní podíl na základním kapitálu [24].

3.1 Historie společnosti

Společnost ČEZ, a.s. vznikla v roce 2003, a to spojením distribučních společností (Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika). „Skupina ČEZ patří do evropské desítky největších energetických koncernů a je nejsilnějším subjektem na domácím trhu s elektřinou. V České republice je Skupina ČEZ největším výrobcem elektřiny a tepla, na většině území provozovatelem distribuční soustavy a nejsilnějším subjektem na velkoobchodním i maloobchodním trhu s elektřinou. Většina výrobních kapacit je soustředěna v mateřské společnosti ČEZ, a. s.“³¹

„Díky úspěšným akvizicím se Skupina ČEZ rozrostla o nové dceřiné společnosti v zemích jako Bulharsko, Rumunsko, Srbsko, Kosovo, Bosna a Hercegovina a Ukrajina. Koncem roku pak Skupiny ČEZ a MOL vytvořily strategickou alianci zaměřenou na budování plynových elektráren v Maďarsku. Společný podnik ČEZ a MOL se sídlem v Holandsku byl založen v červenci 2008 pod názvem CM European Power International B.V.

³¹ Profil společnosti. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/profil-spolecnosti.html#zakladni_udaje

Počátkem července 2008 uspěla společnost ČEZ v konsorciu s místním tureckým partnerem v aukci na distribuční společnost Sedas. V Turecku vznikla v listopadu 2008 nová společnost se sídlem v Istanbulu - AKCEZ ENERJI A.Ş., ve které ČEZ, a. s., vlastní 50 % podíl.

V srpnu 2008 ČEZ, a. s., uskutečnil koupi projektu výstavby dvou větrných farem v Rumunsku - Fantanele a Cogealac - s celkovým instalovaným výkonem 600 MW, což je výstavba největší přímořské větrné farmy v Evropě. V roce 2008 byla také zaregistrována společnost CEZ RUS OOO se sídlem v Moskvě, která působí jako zázemí pro podporu aktivit Skupiny ČEZ na území Ruské federace.³²

V říjnu 2008 se společnost ČEZ stala vítězem tendru a získala majoritní 76% podíl v jediné albánské distribuční společnosti Operatori i Sistemit te Shperndarjes (OSSH sh.a.).

V létě 2009 konsorcium Severočeských dolů Chomutov a skupiny J&T převzalo 100 % podíl v německé důlní společnosti MIBRAG, kde hodnota celkového transferu dosáhla 404 mil. EUR.

V létě roku 2010 Skupina ČEZ získala 100% podíl v polské elektrárně ELCHO [29].

V současné době společnost ČEZ, a.s. musí čelit řadě obtíží vznikajících ve východní Evropě, kde společnost působí. Například v Albánii společnost ČEZ, a.s. čelila problémům od samého začátku. Po čtyřech letech působení společnosti ČEZ, a.s. v Albánii jí tamní úřady odebrali licenci na distribuci elektřiny. Odhadovaná celková ztráta společnosti v Albánii je odhadována na 5 miliard Kč. Dalším současným problémem společnosti ČEZ, a.s. je působení v Bulharsku, kde jí hrozí taktéž odebrání licence, avšak dosud (24. 3. 2013) nebylo v celé věci rozhodnuto.

Společnost tak především na základě výskytu nedávných problémů redukuje svoji agresivní expanzi na zahraniční trhy s elektřinou.

3.2 Struktura akcionářů

Základní kapitál společnosti ČEZ, a.s. zapsaný v obchodním rejstříku ke dni 31. 3. 2013 činil 53 798 975 900 Kč. Je složen z 537 989 759 ks akcií na majitele o nominální hodnotě 100 Kč. Emisní kurz všech akcií byl plně splacen, akcie měly zaknihovanou podobu a byly

³² Profil společnosti. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/profil-spolecnosti.html#zakladni_udaje

kótovány. Základní kapitál společnosti je rozdělen výlučně do kmenových akcií, jež nenesou žádná zvláštní práva. Se všemi akciemi společnosti se obchoduje na Burze cenných papírů Praha a burze cenných papírů Varšava v Polské republice a jsou neomezeně převoditelné. Vlastní akcie byly k 31. 12. 2011 vykázány v objemu 4 381 867 tis. Kč, v ceně, za kterou byly pořízeny [33].

Největším akcionářem společnosti ke dni 31. 12. 2012 je Česká republika s podílem na základním kapitálu přibližně 70%. Českou republiku v této oblasti zastupuje především Ministerstvo financí České republiky, Ministerstvo práce a sociálních věcí České republiky a Úřad pro zastupování státu ve věcech majetkových. Většinový majetkový podíl České republiky umožňuje přímé ovládání společnosti ČEZ, a.s., především hlasováním na valných hromadách. „*Informování ostatních akcionářů o případném negativním vlivu ovládající osoby na společnost je zajištěno prostřednictvím Zprávy o vztazích mezi propojenými osobami, která je podle českého právního řádu veřejně přístupná a je připojena k výroční zprávě.*“³³ Mezi subjekty vlastníci alespoň 3 % základního kapitálu společnosti ČEZ, a.s., ke dni 19. 6. 2012 patřily Chase Nominees (5,18 %), Správce Citibank Europe plc, spravující 87 účtů s akciemi společnosti ČEZ, a.s. (4,33 %) a Správce Československá obchodní banka, a.s. spravující 203 účtů s akciemi společnosti ČEZ, a.s. (3,88 %) [33].

Tabulka 5 Struktura akcionářů společnosti ČEZ, a.s.³⁴

	stav k 31.12.2009	stav k 31.12.2010	stav k 31.12.2011	stav k 19.6.2012
Česká republika	69,78 %	69,78 %	69,78 %	69,78 %
Ostatní právnické osoby	4,02 %	2,34 %	12,91 %	13,50 %
domácí	2,73 %	1,22 %	1,73 %	1,59 %
zahraniční	1,29 %	1,12 %	11,18 %	11,91 %
Fyzické osoby	5,41 %	5,13 %	4,31 %	4,46 %
domácí	5,26 %	4,43 %	4,17 %	4,32 %
zahraniční	0,15 %	0,70 %	0,14 %	0,14 %
Správci celkem*	20,79 %	22,75 %	13,00 %	12,26 %

^{33,34} Struktura akcionářů ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/struktura-akcionararu.html>

*) „Vykazuje se od roku 2001 - právnická osoba, která za akcionáře, zajišťuje na základě smlouvy o správě cenných papírů veškeré právní úkony, které jsou nutné k výkonu zachování práv spojených s určitým cenným papírem.

Akcie ČEZ, a. s., rovněž obchodují třetí osoby (anglicky - *unsponsored listing*) ve Spolkové republice Německo na trhu XETRA, provozovaném Deutsche Börse Gruppe, a na burzách v Mnichově, Frankfurtu nad Mohanem, Berlíně a Stuttgartu.³⁵

Společnost zajišťuje rovnoprávné zacházení se všemi akcionáři. Poskytuje čtvrtletní informace o hospodaření společnosti a přehled termínů oznámení hospodářských výsledků, také oznámení o konání a závěry z usnesení valných hromad a prospekty k vydaným cenným papírům. Pro společnost je zcela zásadní, aby předávala věrohodné, konzistentní a srozumitelné informace všem svým akcionářům. Od roku 2001 také společnost, vyplácí jedenkrát ročně, svým akcionářům pravidelné dividendy. Od hospodářského roku 2007 společnost ČEZ, a.s. uplatňuje novou dividendovou politiku spočívající ve výplatě 50 – 60 % z dosaženého konsolidovaného zisku. Skutečnou výši dividendy vždy schvaluje valná hromada [33].

Tabulka 6 Výplata dividend společnosti ČEZ, a.s. v letech 2005 – 2011³⁶

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dividenda na akcii (Kč)	15.0	20.0	40.0	50.0	53.0	50.0	45.0
Konec výplatního termínu	2010	2011	4/8/ 2012	3/8/ 2013	2/8/ 2014	3/8/ 2015	2/8/ 2016

Ratingové hodnocení společnosti ČEZ, a.s. je nadále stabilní. „Ratingová agentura *Standard & Poor's* potvrdila 11. 1. 2012 a 6. 8. 2012 dlouhodobé ratingové hodnocení na úrovni A- se stabilním výhledem. Ratingová agentura *Moody's* potvrdila 13. 4. 2012 dlouhodobé ratingové hodnocení na úrovni A2 rovněž se stabilním výhledem.“³⁷

^{35,37} Struktura akcionářů ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/struktura-akcionararu.html>

³⁶ Dividendy ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/dividendy.html>

4 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA AKCIE ČEZ

4.1 Globální fundamentální analýza

Globální fundamentální analýza je tou částí, ve které dochází k rozboru makroekonomických indikátorů, které mohou ovlivňovat cenu akcií na kapitálovém trhu.

Globální faktory nejvíce ovlivňují kurz akcie a to až z 50 %. Z 37 % je kurz akcie ovlivňován podnikovými faktory a s nejmenším vlivem 13 % jsou odvětvová specifika.

Je zřejmé, že tento teoretický předpoklad nemusí plně vyhovovat každému jednotlivému analyzovanému titulu, a tak je nutné vzít v úvahu všechna specifika a charakteristické rysy, které jsou pro tento titul typické. V případě akcií společnosti ČEZ, a.s., dle mého názoru, platí daný teoretický předpoklad a na kurz těchto akcií mají nejvýznamnější vliv globální faktory (vývoj HDP, míra inflace). Nicméně, odvětvové faktory v oblasti energetického průmyslu jsou také velice důležité (ceny emisních povolenek, obnovitelné zdroje energie atd.) jelikož značně ovlivňují hospodářské výsledky společnosti, investice a výši dividendy. Všechny tyto fakta následně mají citelný vliv na tržní cenu akcií společnosti.

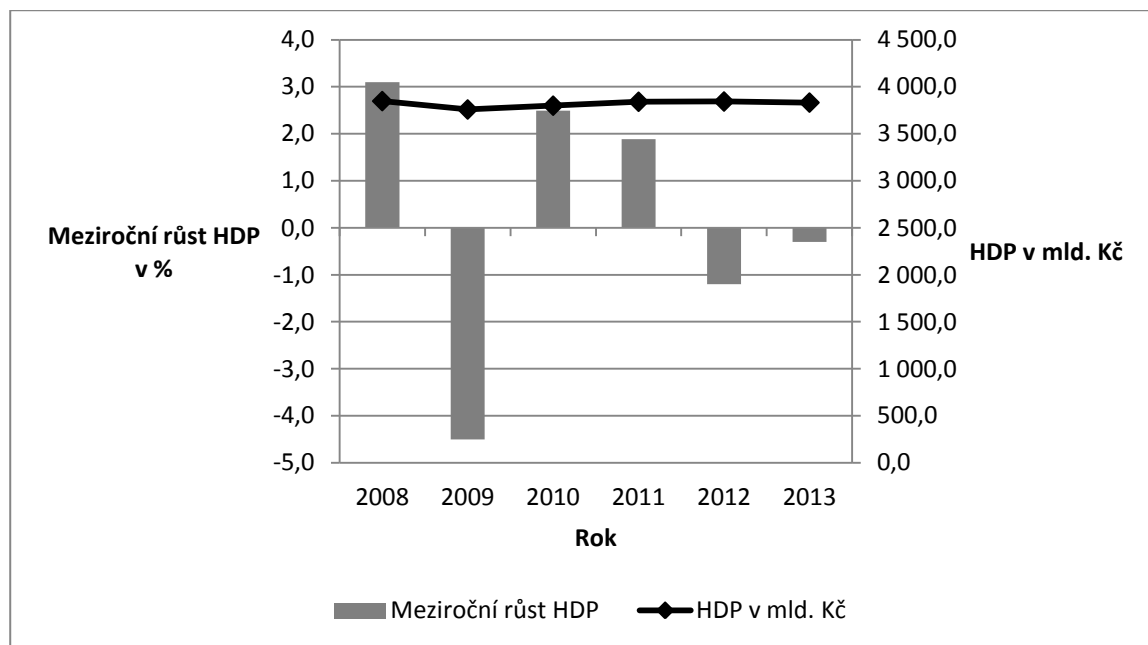
Pro potřeby fundamentální analýzy jsou využívána data z období let 2008 až 2012.

4.1.1 Hrubý domácí produkt

Prvním sledovaným makroekonomickým indikátorem, který se značně podílí na vývoji kapitálového trhu, je hrubý domácí produkt, neboli to co daná ekonomika vyprodukuje. Vývoj HDP je znázorněn na obrázku 3, na kterém je vidět, že ekonomika České republiky má od roku 2008 nepravidelný trend. V roce 2009, kdy došlo k poklesu následkem celosvětové hospodářské krize, je vidět výrazný propad české ekonomiky. Meziroční tempa růstu vykazují značnou kolísavost. Za sledované období, tedy mezi lety 2008 až 2012, došlo dvakrát k poklesu české ekonomiky. V obou případech (2009, 2012) se tak stalo kvůli následkům probíhající celosvětové ekonomické krize a česká ekonomika klesla o 4,1 % resp. o 1,2 %. Naopak k největšímu růstu ve sledovaném období došlo v roce 2008, kdy česká ekonomika rostla o 2,5 %.

V roce 2013 se odhaduje pokles HDP o 0,5 %, avšak v roce 2014 by mělo dojít k oživení a růstu výstupu ekonomiky (+2,0 %). Růst českého HDP by měl být tažen růstem ostatních ekonomik, především německou a ekonomikou Evropské unie. Stejně tak export, zejména automobilů, by měl pomoci k návratu rostoucího HDP České republiky.

Bude však velice záležet na budoucí situaci v Evropské unii a americkém kontinentu, neboť se zde stále nachází celá řada nevyřešených problémů, jako problém zadluženosti skupiny států tzv. PIGS (Portugalsko, Itálie, Řecko a Španělsko), vysoké míry nezaměstnanosti aj.



Obrázek 3 Vývoj reálného HDP v ČR mezi lety 2008 – 2012 a predikce na rok 2013³⁸

Vztah mezi výstupem ekonomiky neboli HDP a kurzy akcií by měl být ve většině případů přímo úměrný. Při analyzování konkrétní společnosti je důležité také určit odvětví, v němž sledovaná společnost působí a zjistit tak, o jaký druh akcií se jedná. Společnost ČEZ, a.s. se řadí mezi společnosti působící v energetickém průmyslu a akcie takovýchto společností se zpravidla řadí mezi cyklické tituly a tudíž jejich hospodářské výsledky jsou významně závislé na výstupu ekonomiky.

Provedeme-li komparaci vývoje čistého zisku společnosti ČEZ, a.s. a vývoje HDP můžeme vidět, že dochází k téměř totožnému vývoji. Pouze v roce 2010, kdy HDP České republiky vzrostlo, došlo k poklesu čistého zisku společnosti. Tento fakt si lze vysvětlit jako výsledek proběhnuvší hospodářské krize. Stejně tak průměrné tržní ceny akcií společnosti přesně kopírovali daný trend HDP.

³⁸ Vlastní zpracování na základě údajů z: Makroekonomické ukazatele. ČSÚ[online]. [cit. 2013-03-06].

Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/2012ediciplan.nsf/kapitola/5013-12-n_2012-02

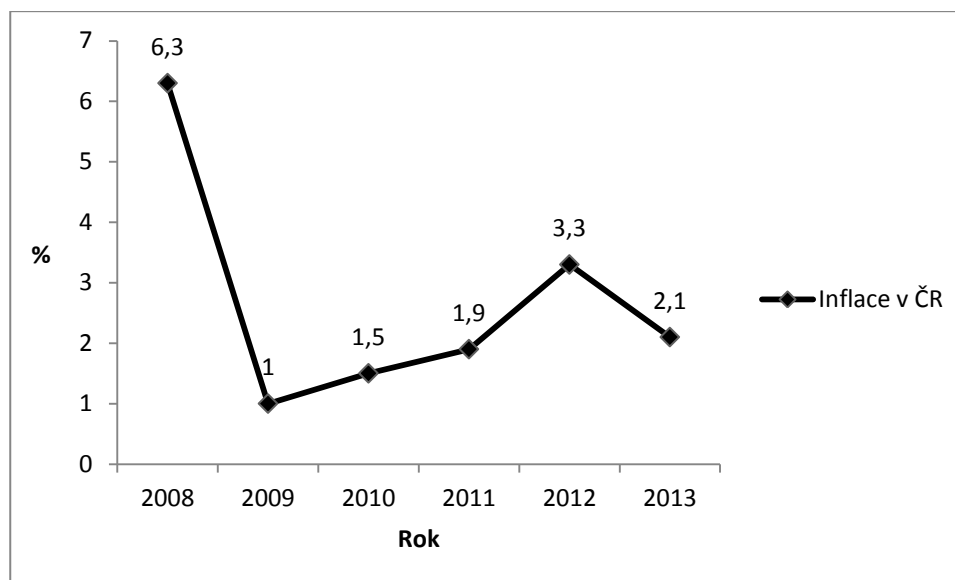
Podle mého názoru vývoj hrubého domácího produktu má významnou roli při ovlivňování hodnoty akcií společnosti ČEZ, a.s.

4.1.2 Inflace

Jedná se o další z makroekonomických indikátorů, který působí na poptávku po akciích na kapitálových trzích. Inflace je značně spojená s úrokovými měrami, jež lze řadit mezi významné faktory ovlivňující kurz akcií. Inflace neboli růst cenové hladiny ovlivňuje jak spotřebu individuální ekonomických subjektů, tak i poptávku po elektřině.

Inflace je sledována a měřena Českou národní bankou, která se v rámci uplatňované měnové politiky snaží dodržovat tzv. cílování inflace.

Vývoj inflace je znázorněn na obrázku 4, kde je zachycen vývoj inflace v letech 2008 až 2012 a predikce inflace na rok 2013 v České republice.



Obrázek 4 Vývoj a predikce inflace v ČR v letech 2008 - 2013³⁹

Vývoj inflace v daném období je charakteristický nízkou volatilitou. Největším rozdílem byl pokles inflace v roce 2009, kdy došlo ke snížení růstu inflace o 5,3 procentního bodu. V březnu roku 2007 došlo k vyhlášení nového inflačního cíle ve výši 2 % s platností od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. Česká národní banka se i nadále bude snažit o udržení skutečné míry inflace v intervalu +/- 1 % od inflačního cíle.

³⁹ Vlastní zpracování na základě údajů z: Inflace. ČSÚ[online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace

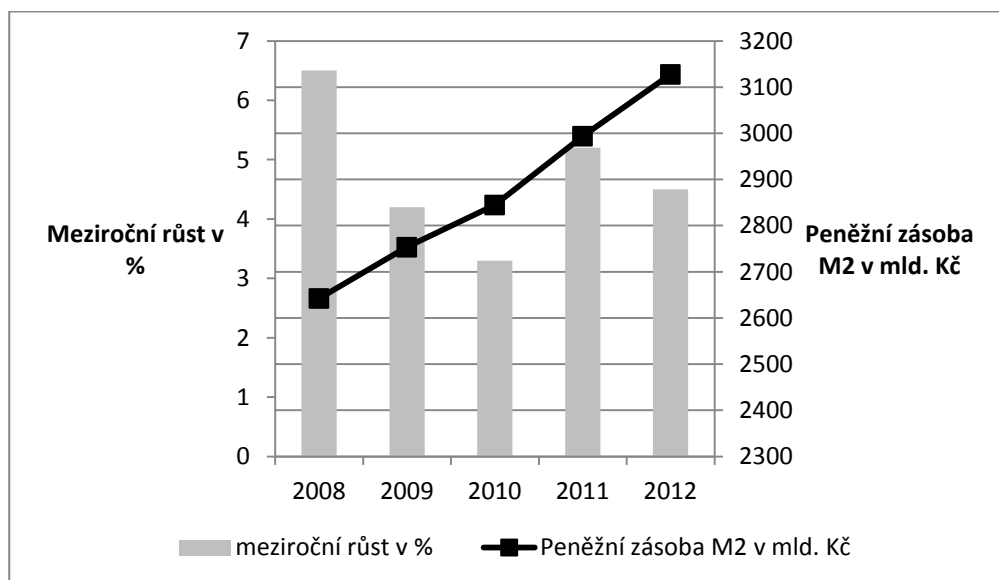
Míra růstu inflace je důležitá i z pohledu výnosnosti akcií, jelikož výnosy z akcií (kapitálový, dividendový) se očišťují o aktuální míru inflace, aby byl zjištěn reálný finanční přínos. Očekávané míry inflace, ale i míry inflace z minulých let kolem hranice 2 % jsou pro investory snesitelné a nedochází tak úbytku investorů na základě vysoké míry inflace, neboť nedochází k výraznému ohrožení znehodnocení výnosů.

Na základě výše zmíněných skutečností se domnívám, že vývoj inflace v České republice výrazně neovlivňuje výnosové míry z akcií. Tedy ani v případě ČEZ, a.s. nemá inflace významný vliv na poptávku po akciích společnosti a tím také značně neovlivní případné kolísání kurzu akcie ČEZ, a.s.

4.1.3 Peněžní zásoba

Peněžní zásoba je také řazena do skupiny makroekonomických ukazatelů, jež mohou ovlivňovat tržní kurz akcií na kapitálových trzích. Peněžní zásoba neboli měnové agregáty, se dělí do tří skupin na úzký agregát M1, střední M2 a široký M3, přičemž tyto agregáty se liší podle likvidnosti zahrnutých aktiv rezidentů České republiky.

Na obrázku 5 je znázorněn vývoj peněžní zásoby M2 (emitované oběživo, jednodenní vklady, vklady s dohodnutou splatností do 2 let a vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců) v letech 2008 až 2012.



Obrázek 5 Vývoj měnového agregátu M2 v ČR mezi lety 2008 – 2012⁴⁰

⁴⁰ Vlastní zpracování na základě údajů z: Peněžní agregáty. ČNB [online]. [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=938&p_strid=AAADA&p_lang=CS

Z obrázku 5 je patrné, že peněžní zásoba M2 se mezi lety 2008 – 2012 zvyšovala absolutně, ale v relativním srovnání došlo ke značnému kolísání. Od roku 2008 peněžní zásoba M2 rostla, ale již pomalejším tempem než v roce 2008, kdy agregát M2 rostl nejvýrazněji.

Vztah peněžních zásob (měnových agregátů) by měl být ve většině případů přímo úměrný poptávce po akciích a také tržní cena akcií by měla následovat trend vývoje peněžní zásoby. V případě společnosti ČEZ, a.s. nedošlo k výraznému ovlivnění průměrných ročních cen akcií společnosti při rostoucí peněžní zásobě M2 ve sledovaném období 2008 – 2012. Na základě této skutečnosti se průměrná cena akcií společnosti ČEZ, a.s. jeví indiferentní k vývoji peněžní zásoby M2.

4.2 Odvětvová fundamentální analýza

Odvětvová analýza je druhou částí fundamentální analýzy. Odvětvová analýza má podle teorie nejmenší vliv na kurz akcie a obsahuje části jako systémová analýza odvětví, citlivost odvětví na jednotlivé fáze hospodářského cyklu a prognóza vývoje odvětví. Nicméně, v odvětví jako je energetika existuje celá řada odvětvových faktorů (ceny emisních povolenek, výkupní ceny elektřiny, zásobování elektráren), které mají na cenu akcií podstatný vliv.

Energetická soustava České republiky, do které patří výroby elektřiny, tepla, vedení, potrubí, zařízení v domácnostech (kotle) je zastaralá jak fyzicky, tak i morálně. Například jen na dostavbu jaderné elektrárny Temelín je vyhrazeno 250 mld. Kč a tato částka nemusí být konečná. Na rekonstrukci zbylých částí české energetiky tak musí stát investovat nemalé finanční prostředky, aby Česká republika měla spolehlivou energetiku a neztratila konkurenční výhody [26].

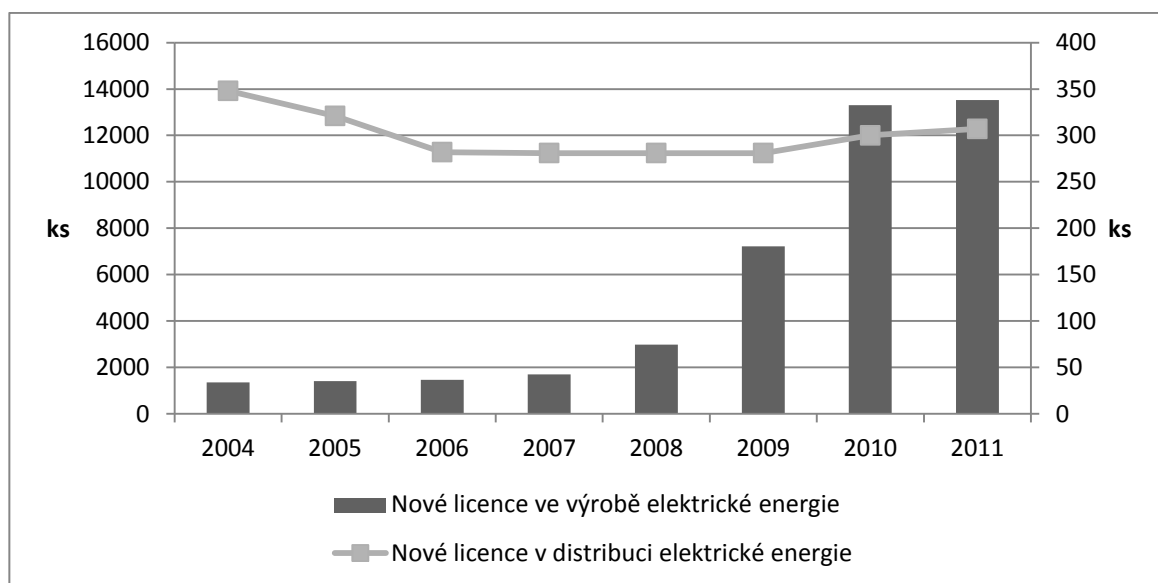
Projekty prováděné v energetice jsou značně investičně náročné a mají dlouhodobou ekonomickou návratnost, navíc celá řada energetických zdrojů je využívána po celá desetiletí. Vezmeme-li v úvahu, že chod společnosti je závislý na stabilitě dodávek energie je potřeba veškeré změny v této oblasti provádět s opatrností [26].

4.2.1 Systémová analýza odvětví

V systémové analýze odvětví je cílem popsat odvětví z hlediska výrobní struktury (počet podniků, velikost, sortiment), tržní struktury (monopol, oligopol, konkurence), regulace státu

(regulace cen, limity, zákony, předpisy) a ekonomické struktury (zisk, ztráta, zadluženost, likvidita).

Výrobou elektrické energie v České republice se zbývá velké množství společností. Každoročně tyto společnosti vyrobí elektrickou energii v objemu přibližně 80 000 GWh. Na obrázku 6 je znázorněn vývoj počtu nových licencí na výrobu a distribuci elektřiny mezi lety 2004 a 2011. Licence na výrobu elektřiny mají v čase rostoucí trend, což zapříčinil například fotovoltaický boom, který je dobře vidět v roce 2010, kdy počet nových licencí dosáhl 13 301.



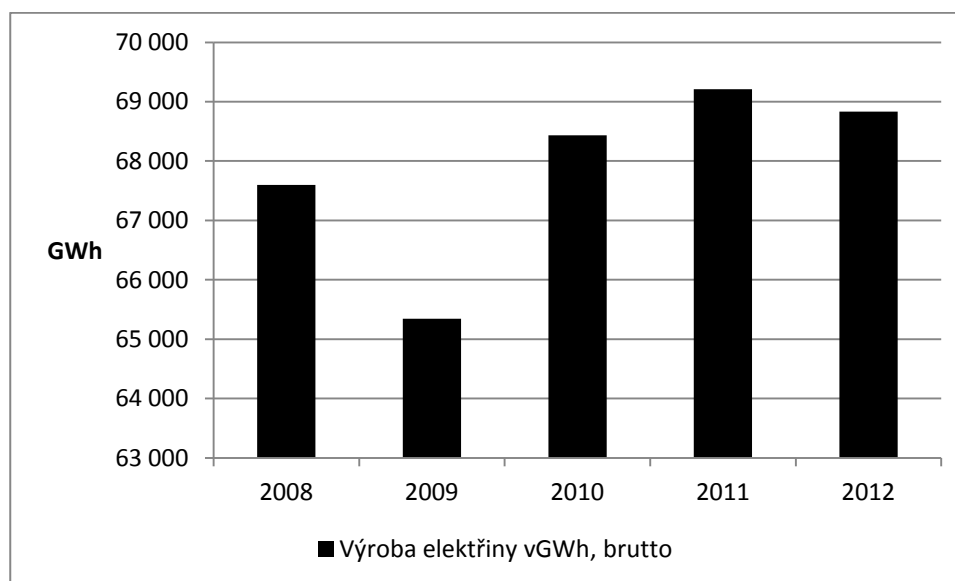
Obrázek 6 Vývoj nových licencí ve výrobě a distribuci elektřiny v ČR v letech 2004 – 2011⁴¹

V České republice existuje pět významných skupin zaměřujících se na výrobu elektrické energie. Mezi těmito skupinami jsou Skupina ČEZ, Energetický a Průmyslový Holding (EPH), Sokolovská uhelná, Skupina Dalkia a Alpiq. Těchto pět skupin zaujímá přes 80 % z trhu výroby elektrické energie. Avšak zcela největším výrobcem elektrické energie z výše uvedených skupin je Skupina ČEZ, jež sama na českém trhu zaujímá více než 70% a má tak dominantní postavení na trhu s výrobou elektrické energie. Například druhý největší výrobce elektrické energie v České republice, Energetický a Průmyslový Holding, vyrobil v roce 2011 6 500 GWh elektrické energie, což je přibližně desetkrát méně než v roce 2011 vyrobila skupina ČEZ.

⁴¹ Vlastní zpracování na základě údajů z: Počet vydaných licencí. *IHNED. CZ* [online]. [cit. 2013-03-22].

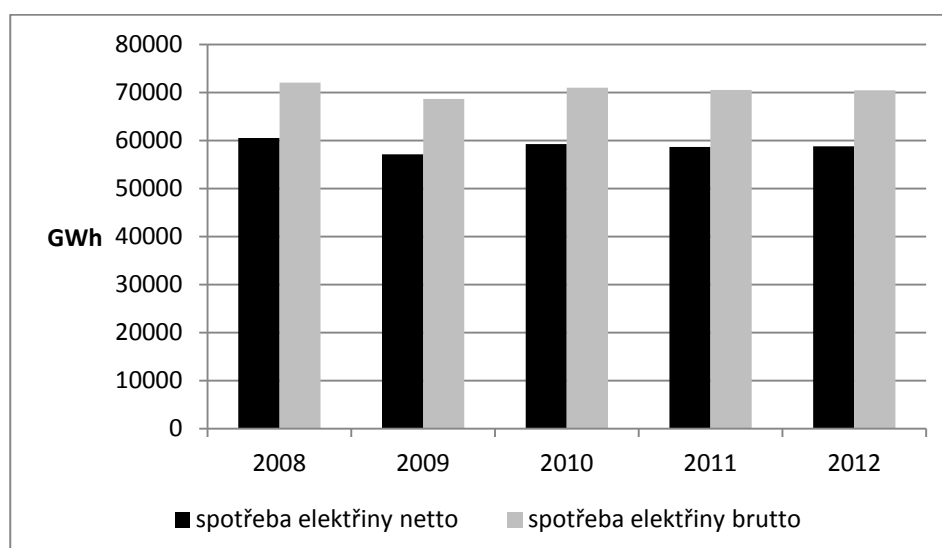
Dostupné z: <http://m.ihned.cz/c1-57929470-pocet-vydanych-licenci-pro-podnikani-v-energetice-loni-mirne-vzrostl>

Na obrázku 7 lze pozorovat, že výroba elektrické energie Skupinou ČEZ mezi lety 2008 a 2012 se vyznačuje určitou kolísavostí, avšak v každém z těchto roků výroba elektřiny přesáhla hranici 65 000 GWh.



Obrázek 7 Vývoj výroby elektřiny Skupiny ČEZ v letech 2008 – 2012⁴²

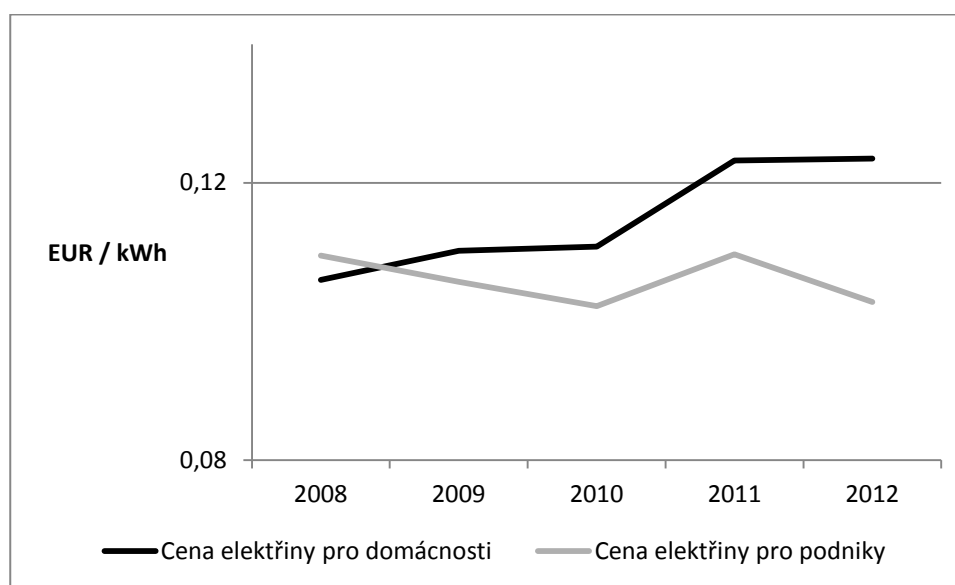
V České republice výroba elektrické energie převyšuje aktuální spotřebu elektřiny, což umožňuje ČR vyvážet přebytečné množství vyrobené energie. Spotřeba elektrické energie v letech 2008 - 2012 je znázorněna na obrázku 8, kde je možné pozorovat konstantní trend ve spotřebě elektrické energie.



Obrázek 8 Spotřeba elektřiny v GWh v ČR mezi lety 2008 – 2012⁴³

⁴² Vlastní zpracování na základě údajů z: Čísla a statistiky. *Skupina ČEZ* [online]. [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-media/cisla-a-statistiky/skupina-cez.html>

Naopak u cen elektrické energie u domácností a podniků lze pozorovat mezi lety 2008 – 2012 rostoucí trend. Vývoj cen elektrické energie v oblasti podniků má podobný vývoj jako v oblasti domácností, nicméně například kategorie podniků má vyšší poměr velkoobchodní ceny elektřiny na výsledné ceně, a tak jsou podniky poměrně citlivé na ceny na burzovním trhu s elektřinou. Vývoj cen elektřiny pro domácnosti a podniky v letech 2008 – 2012 zachycuje obrázek 9, kde je dobře vidět rychleji rostoucí trend u cen pro domácnosti.



Obrázek 9 Vývoj cen elektřiny pro domácnosti a podniky v ČR v letech 2008 – 2012⁴⁴

Na vývoj burzovního trhu s elektřinou jsou také velice citlivé akcie společnosti ČEZ, a.s., které poměrně přesně kopírují trend, jenž převažuje na burze s elektřinou.

Oblast energetiky prošla několika vývojovými fázemi a celou řadou regulací. Také je upravována nejrůznějšími zákony a vyhláškami.

Otevření (liberalizace) trhu s elektřinou v České republice dala právo volby svého dodavatele silové elektřiny do rukou konečných zákazníků. Cena pro konečného zákazníka tak již nebyla plně stanovována Energetickým regulačním úřadem. Tento přechod, jenž je zaznamenán v tabulce 7, probíhal postupně pro různé druhy konečných zákazníků.

⁴³ Vlastní zpracování na základě údajů z: Energetika v ČR. *Skupina ČEZ* [online]. [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-media/cisla-a-statistiky/energetika-v-cr.html>

⁴⁴ Vlastní zpracování na základě údajů z: Čísla a statistiky. *Skupina ČEZ* [online]. [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nrg_pc_204&lang=en

Tabulka 7 Liberalizace trhu s elektřinou v České republice⁴⁵

Působnost od:	Platnost pro:
1. ledna 2002	zákazníky s roční spotřebou nad 40 GWh
1. ledna 2003	zákazníky s roční spotřebou nad 9 GWh
1. ledna 2004	všechny zákazníky s průběhovým měřením spotřeby mimo domácností
1. ledna 2005	všechny konečné zákazníky mimo domácností
1. ledna 2006	všechny konečné zákazníky včetně domácností

V současné době tak mají všichni koneční odběratelé elektřiny právo na bezplatnou změnu dodavatele.

Cena dodávané elektrické energie se skládá ze dvou složek a to regulované Energetickým regulačním úřadem a neregulované, dané na základě smlouvy s dodavatelem. **Regulovaná složka** obsahuje distribuci, činnost operátora na trhu, systémové služby, náklady spojené s podporou výroby elektrické energie z obnovitelných zdrojů, kombinované výroby elektřiny a druhotných zdrojů. **Neregulovaná složka** zahrnuje cenu silové elektřiny, jež se odvíjí od nabídky jednotlivých obchodníků s elektrickou energií.

Subjektů působících v oblasti energetiky je významné množství:

- **Výrobce elektrické energie,**
- **Česká elektrizační přenosová soustava (ČEPS),** která obstarává přenos elektřiny a řídí její toky v přenosové soustavě,
- **Distributoři** zajišťující provoz a rozvoj distribuční soustavy v přidělených oblastech. V České republice se působí tři velké distribuční společnosti: E.ON Distribuce, a.s., PREdistribuce, a.s. a ČEZ Distribuce, a.s.,
- **Obchodníci,** kteří nabízejí elektřinu pro konečné zákazníky. Nakupují tedy elektrickou energii za účelem jejího následného prodeje,
- **Koneční zákazníci,** kteří mají právo být po splnění předepsaných podmínek připojeni k distribuční či přenosové soustavě a také mají právo na nákup elektřiny ve stanovené kvalitě od držitelů licence na obchod s elektřinou,
- **Operátor trhu s elektřinou (OTE)** je státem založená akciová společnost zpracovávající údaje od účastníků trhu, organizující krátkodobý trh

⁴⁵ Liberalizace trhu s elektřinou. *Liberalizace* [online]. [cit. 2013-03-29]. Dostupné z: <http://liberalizace.nycor.cz/text/liberalizace-trhu-s-elektřinou-v-cr.html>

s elektřinou a ve spolupráci s ČEPS organizující vyrovnávací trh s regulační energií,

- **Energetický regulační úřad (ERÚ)**, jenž vydává licence, omezené dobou platnosti, nutné k podnikání v energetice a je správním úřadem pro výkon regulace v energetice, podporuje hospodářskou soutěž, využívání obnovitelných zdrojů energie a chrání zájmy spotřebitelů.

Pro účely hodnocení ziskovosti energetického odvětví je využit ekonomický ukazatel EVA, neboli Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added), která se snaží zachytit tzv. ekonomický zisk, tedy zisk, který firma vytvořila po odečtení účetních nákladů, daní a nákladů na vlastní i cizí kapitál. Při tvorbě ukazatele EVA hraje roli mnoho činitelů, které mohou tento ukazatel kladně nebo záporně ovlivnit. Mezi tyto faktory patří především ekonomická situace státu (expanze, recese), prodejní ceny elektřiny, poměr mezi cenami vstupů a výstupů, výše nákladů na vlastní kapitál, spotřeba energie a hospodářské výsledky společností, které jsou značně rozkolísané v závislosti na sezónním charakteru energetického odvětví. V roce 2010 dosahoval ukazatel EVA záporných hodnot – 7 965 mil. Kč, což bylo způsobeno doznívající hospodářskou krizí, následně v roce 2011 v důsledku vyšších přednastavených cen elektřiny a větší spotřebě byla hodnota EVA 1 650 mil. Kč [9,10].

4.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Energetické odvětví se řadí do odvětví, která jsou silně závislá na vývoji hospodářského cyklu. Dochází tak k přesnému kopírování trendu hospodářského cyklu. Stejně tak jako jsou akcie společnosti ČEZ, a.s. citlivé na změnu HDP, je i celé energetické odvětví citlivé na tyto změny. Při růstu HDP dochází k růstu spotřeby elektrické energie, tím i k růstu celého odvětví a naopak.

Akcie energetických společností se označují jako cyklické, neboť v období probíhající expanze cena těchto akcií roste a v období probíhající recese naopak klesá. Na základě uvedených skutečností je energetika považována za cyklické odvětví.

4.2.3 Budoucí vývoj energetiky

Energetické odvětví má v následujících letech stále velký potenciál, který se skrývá především ve větším rozvoji čerpání energie z obnovitelných zdrojů elektrické energie. Důležité jsou také technologie využitelné při výrobě či distribuci elektřiny, které mohou celé energetické odvětví výrazně zkvalitnit.

Také závislost společnosti na elektrické energii bude větší, což povede k rychlejšímu čerpání energetických zdrojů a větší tendenci vyrábění elektrické energie z alternativních zdrojů nebo tlakům na zvýšení energetické účinnosti pro snížení spotřeby energie. Velkou roli bude hrát i dostavba dalších dvou bloků jaderné elektrárny Temelín, o které má být rozhodnuto v horizontu dvou let. Podle mého názoru bude stále docházet k využívání fosilních paliv, avšak s větším ohledem na životní prostředí, stejně tak bude pokračovat i využívání jaderné energie a podíl obnovitelných zdrojů ve výrobě elektřiny stále poroste. Výroba elektřiny z alternativních zdrojů však v blízké budoucnosti plně nenahradí výrobu elektřiny z fosilních a jaderných zdrojů.

Dalším faktorem, který ovlivňuje energetiku a firmy v tomto odvětví působící, jsou ceny elektrické energie na burzách.

4.3 Podniková fundamentální analýza

První částí podnikové analýzy je analýza finanční, která zkoumá finanční situaci vybrané společnosti. Pro finanční analýzu jsem využil podklady za tři účetní období, které tvoří dostatečně dlouhý časový horizont na poskytnutí reprezentativního přehledu o finanční situaci společnosti.

Účetní závěrky zkoumaných období byly sestaveny v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS) ve znění přijatém Evropskou unií a jejich platnost byla ověřena auditorem, společností Ernst & Young. Společnost pro rok 2012 zatím nevydala roční konsolidovanou účetní závěrku.

Účetní výkazy využité pro výpočty daných finančních ukazatelů jsou k dispozici v přílohách Diplomové práce.

4.3.1 Přehled účetních výkazů

Pro účely finanční analýzy byly využity především tyto tři účetní výkazy: Výkaz zisků a ztrát, rozvaha a výkaz peněžních toků. Ukazatele finanční analýzy – ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a také syntetické ukazatele jsou vypočteny z hodnot účetních závěrek společnosti ČEZ, a.s. Pouze ukazatele tržní hodnoty společnosti jsou vypočteny z příslušných hodnot v konsolidovaných závěrkách Skupiny ČEZ.

Výkaz zisků a ztrát

Výsledovka podává informace o úspěšnosti tvorby hospodářských výsledků. V roce 2011 došlo k růstu provozních výnosů společnosti o 3,2 mld. Kč, což bylo o 2,9 % více než v roce 2010. Růst byl způsoben zvýšením tržeb z prodeje plynu. Tržby z elektřiny však stejně jako v roce 2010 klesaly o 1,6 mld. Kč a v roce 2012 došlo k dalšímu snížení provozních výnosů přibližně o 2 mld. Kč.

Tabulka 8 Přehled hodnot z výkazu zisku a ztrát ČEZ, a.s. v období let 2009 - 2012⁴⁶

Položka (mil. Kč)	2009	2010	2011	2012
EBIT	52 975	45 009	36 850	35 336
EBT	54 805	42 321	43 896	41 610
EAT	45 427	34 762	37 337	35 336
Tržby	119 205	110 198	113 441	108 147
Náklady	-66 230	-65 189	-76 591	-72 894

Rozvaha

Ve společnosti ČEZ, a.s. došlo ve sledovaném období každoročně k nárůstu celkových aktiv. V roce 2011 se meziročně zvýšila stálá aktiva o 21,9 mld. Kč na hodnotu 399,7 mld. Kč. Taktéž v tomto roce vzrostly investice do dlouhodobého hmotného majetku. Oproti tomu se oběžná aktiva společnosti v roce 2011 zvýšila pouze o 12,6 mld. Kč na 104 mld. Kč, což bylo zapříčiněno hlavně zvýšením pohledávek z derivátů a krátkodobých cenných papírů.

Tabulka 9 Přehled vybraných hodnot z rozvahy ČEZ, a.s. v období let 2009 - 2012⁴⁷

Položka (mil. Kč)	2009	2010	2011	2012
Aktiva	444 698	469 161	503 660	538 873
Dlouhodobé závazky	154 025	176 008	187 626	208 939
Dlouhodobý hmotný majetek	127 792	133 238	128 882	142 436
VK	177 460	189 488	192 600	210 911
Celkový dluh	156 810	164 444	189 449	192 895
Oběžná Aktiva	89 612	91 310	103 951	120 159

^{46,47} Vlastní zpracování na základě údajů z: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
Konsolidovaná účetní závěrka. ČEZ. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf

Poměr celkového dluhu k celkovému kapitálu se ve sledovaném období drží v rozmezí 40 – 45 % z čehož vyplývá, že společnost dlouhodobě využívá kolem 55 – 60 % vlastního kapitálu k financování podnikových aktiv.

Výkaz peněžních toků

Třetím výkazem, který byl použit pro účely finanční analýzy je výkaz toku hotovosti. Společnost dosahovala v daném období výsledků uvedených v tabulce 10.

Tabulka 10 Přehled toku hotovosti ČEZ, a.s. v období let 2009 - 2012⁴⁸

Položka (mil. Kč)	2009	2010	2011	2012
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku období	7011	14 567	16 142	15 930
Provozní činnost	74 404	55 966	43 177	43 971
Finanční činnost	27 460	4 624	-19 891	-5 904
Investiční činnost	-90 919	-56 264	-22 978	-45 526
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na konci období	14 567	16 142	15 930	8 815

Z tabulky 10 je patrné, že společnost v průběhu let vynakládá značné finanční prostředky na investice do stálých aktiv. Velký pokles peněžních toků z finanční i investiční činnosti v roce 2011 byl zapříčiněn snížením úvěrů, půjček a ostatních dlouhodobých závazků resp. z důvodu nižších poskytnutých půjček a nižších investic do stálých aktiv. Naopak došlo například k nižší výplatě dividend, což zvýšilo tok hotovosti z finanční činnosti v daném roce.

4.3.2 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele patří do skupiny ukazatelů, jež jsou nejčastěji vyhledávány investory kvůli své důležitosti a vypovídací schopnosti. V tabulce 11 je zachycen přehled ukazatelů rentability i s dílčími ukazateli (zisková marže, obrat aktiv, finanční páka) využívané pro výpočet rentability vlastního kapitálu (ROE), která informuje o zhodnocení prostředků akcionářů v daném podniku.

⁴⁸ Vlastní zpracování na základě údajů z: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
Konsolidovaná účetní závěrka. ČEZ. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf

Tabulka 11 Ukazatele rentability ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012⁴⁹

Ukazatel	2010	2011	2012
Zisková marže (EAT/T)	0,32	0,33	0,33
Obrat aktiv (T/A)	0,24	0,23	0,21
Finanční páka (A/VK)	2,49	2,55	2,59
ROE (čistý zisk) v %	18,9	19,5	17,5
ROA (čistý zisk) v %	7,6	7,7	6,8

Ukazatele rentability neboli efektivnosti ukazují, že společnost je dlouhodobě zisková. Součinem rentability tržeb a obratem aktiv vzniká ukazatel rentabilita aktiv, která je využitelná pro měření celkové produkční síly majetku.

Tabulka 12 Ukazatele likvidity ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012⁵⁰

Ukazatel	2010	2011	2012
Běžná likvidita (III. stupně)	0,92	0,94	1,01
Pohotová likvidita (II. stupně)	0,87	0,90	0,96
Hotovostní likvidita (I. stupně)	0,16	0,15	0,11

Hodnota ukazatele hotovostní nebo také okamžité likvidity se ve sledovaných obdobích pohybuje kolem hranice patnácti setin, což je níže než standardní hodnota (0,2). Ve sledovaném období vidíme pokles hodnot tohoto ukazatele. V současné době by tak společnost byla schopna splatit přibližně 10 – 15 % svých krátkodobých závazků.

Ukazatel pohotové likvidity se ke konci sledovaného období přiblížil hodnotě 1, které je také považována za standardní hodnotu. Společnost se blíží hranici, kde její krátkodobé pohledávky a finanční majetek pokryjí krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry.

^{49,50} Vlastní zpracování na základě údajů z: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
Konsolidovaná účetní závěrka. ČEZ. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf

Běžná likvidita je nejširším ukazatelem likvidity a optimální hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v intervalu od 1,5 do 2,5. Hodnota Skupiny ČEZ se pohybuje kolem hranice 1, což je mimo optimální interval. Tato skutečnost mohla být způsobena velkou rychlostí obrátu zásob, který tento ukazatel snižuje.

Tabulka 13 Ukazatele zadluženosti ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012⁵¹

Ukazatel	2010	2011	2012
Ukazatel věřitelského rizika (Debt ratio)	0,352	0,364	0,367
Koeficient samofinancování (Equity ratio) v %	40,2	39,3	38,7
Ukazatel úrokového krytí (EBIT/placené úroky)	12,9	7,3	7,7

Pro ukazatel věřitelského rizika, nacházející se v tabulce 13, obecně platí, že nižší hodnoty jsou žádoucí. Věřitelé společností taktéž vyhledávají nižší hodnoty tohoto ukazatele.

Koeficient samofinancování pohybující se kolem míry 40 % představuje schopnost společnosti ze 40 ti procent hradit aktiva společnosti vlastním kapitálem.

Ukazatel úrokového krytí sleduje poměr mezi provozním ziskem a společností placenými úroky. Hodnota signalizuje velikost tzv. bezpečnostního polštáře, který v případě společnosti ČEZ, a.s. dosahuje optimálních hodnot. Za znepokojující je považována hodnota 3.

Ukazatele tržní hodnoty společnosti jsou vztaženy k hodnotám z konsolidovaných účetních závěrek Skupiny ČEZ z důvodu značného ovlivnění tržního kurzu akcie všemi aktivitami, které podniká celá Skupina ČEZ. Při dokonalé informovanosti na kapitálovém trhu dochází velmi rychle k promítnutí minulých a současných informací, i budoucích očekávání do tržní ceny akcie, a proto je nutné tyto skutečnosti zahrnout do ukazatelů tržní hodnoty.

⁵¹Vlastní zpracování na základě údajů z: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
Konsolidovaná účetní závěrka. ČEZ. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf

Ukazatel Price to Earnings Ratio (P/E), znázorněn v tabulce 14, dává informace investorům, za jak dlouho dojde ke splacení akcie ze zisku společnosti. Hodnota P/E ve sledovaném období klesá, což bylo způsobeno poklesem tržní ceny akcie a také např. v roce 2011 zvýšením čistého zisku na akcii.

Účetní hodnota akcie, představující vlastní kapitál na akcii, ve sledovaném období roste. Rozdíl mezi účetní hodnotou akcie a tržní hodnotou akcie pak představuje hodnotu vytvořenou trhem.

Tabulka 14 Ukazatele tržní hodnoty Skupiny ČEZ. v období let 2010 - 2012⁵²

Ukazatel	2010	2011	2012
Cena (P) v Kč	783	786	680
Čistý zisk na akcii (EPS) v Kč	87,65	76,3	77,6
Dividenda na akcii (hrubá) v Kč	50	45	44
Účetní hodnota akcie (Book Value = BV)	422,04	431,38	466,13
Poměr tržní ceny akcie a zisku na akcii (Price to Earnings Ratio = P/E)	8,93	10,3	8,76
Poměr tržní ceny akcie a účetní hodnoty akcie (Price to Book Value Ratio = P/BV)	1,86	1,82	1,46
Hodnota tvořená trhem (Market Value Added = MVA)	360,96	354,62	213,87

**V roce 2012 se jedná o odhadovanou výši dividendy, jež se může, v závislosti na rozhodnutí valné hromady, změnit.*

4.3.3 Syntetické ukazatele

Syntetické ukazatele mají za úkol vystihnout finanční situaci dané společnosti jednou hodnotou. Jako první byl vybrán bankrotně – bonitní model manželů Neumaierových index důvěryhodnosti „IN 05“ a dále index bonity.

⁵² Vlastní zpracování na základě údajů z: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>; Konsolidovaná účetní závěrka. ČEZ [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/files/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf; Interaktivní graf. Patria.cz [online]. [cit. 2013-03-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akcie/CEZPbl.PR/cez/interaktivni-graf.html>

Index důvěryhodnosti „IN 05“

Index „IN 05“ dělí společnosti do 3 skupin a je dobře využitelný pro české podmínky. V tabulce 15 jsou zachyceny dílčí ukazatele využité pro výpočet indexu důvěryhodnosti.

Z následující tabulky č. 16 je zřejmé, že společnost ČEZ, a.s. spadá do tzv. šedé zóny, kde podnik může, ale nemusí tvořit hodnotu.

Tabulka 15 Index důvěryhodnosti „IN 05“ společnosti ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012⁵³

Ukazatel	2010	2011	2012
Aktiva / Cizí Kapitál	2,84	2,75	2,73
EBIT / Nákladové úroky	12,92	7,34	7,70
EBIT / Aktiva	0,10	0,08	0,07
Výnosy / Aktiva	0,24	0,23	0,21
Oběžná Aktiva / Krátkodobé bankovní závazky	0,92	0,94	1,01
IN 05	1,41	1,09	1,07

Tabulka 16 Interpretace hodnoty indexu důvěryhodnosti „IN 05“

IN 05 < 0,9	Podnik netvořící (ničící) hodnotu
< 0,9; 1,6 >	"šedá zóna"
IN 05 > 1,6	Podnik tvoří hodnotu

⁵³ Vlastní zpracování na základě údajů z: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
Konsolidovaná účetní závěrka. ČEZ. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf

Index bonity

Při stanovení Indexu bonity se využívá součinu vybraných ukazatelů s příslušnými váhovými koeficienty a následným sečtením těchto součinů vzniká tzv. diskriminační funkce, která vypovídá o stavu společnosti. Výsledky jednotlivých částí vstupujících do výpočtu indexu jsou uvedeny v tabulce 17.

Společnost ČEZ, a.s. ve sledovaném období vždy dosáhla hodnoty větší jak 3, což na základě tabulky 18 signalizuje extrémně dobrou bonitu společnosti, tedy schopnost splácet své závazky.

Tabulka 17 Index bonity společnosti ČEZ, a.s. v období let 2010 - 2012⁵⁴

Ukazatel	2010	2011	2012
Cash flow / Cizí zdroje	0,10	0,09	0,05
Aktiva / Cizí zdroje	2,84	2,75	2,73
EBT / Aktiva	0,09	0,09	0,08
EBT / Výnosy	0,38	0,39	0,38
Zásoby / Výnosy	0,04	0,04	0,05
Výnosy / Aktiva	0,24	0,23	0,21
Index bonity	3,26	3,23	3,05

Tabulka 18 Interpretace hodnoty indexu bonity

Ohrožení insolvenčí <-			-> neohrožen insolvenčí				
extrémně špatná	velmi špatná	špatná	dělicí hodnota	určité problémy	dobrá	velmi dobrá	extrémně dobrá
- 2 a méně	-2 až -1	-1 až 0	0	0 až 1	1 až 2	2 až 3	3 a více

⁵⁴ Vlastní zpracování na základě údajů z: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
Konsolidovaná účetní závěrka. ČEZ. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf

Na základě provedené finanční analýzy, která je postačující k celkovému zhodnocení ekonomické situace společnosti ČEZ, a.s. bylo zjištěno, že finanční zdraví společnosti je v dobré kondici a investoři ke společnosti mohou mít důvěru.

5 URČENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE ČEZ

Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie, jinak také tzv. správné ceny, bylo využito několik modelů využívající různá specifika společnosti. V několika modelech dochází k využití predikovaných hodnot, znázorněné v tabulce 19, jež byly převzaty z analýzy provedené společností Fio banka, a.s..

Tabulka 19 Předpokládané hodnoty Skupiny ČEZ v následujících letech⁵⁵

Ukazatel	2011	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P
CF v mld. Kč	22,1	18,6	22,7	20,4	37,5	24,6
Dividenda na akcii v Kč	45	44	43	37	35	34
Tržby v mld. Kč	209,8	215,1	213,4	204,5	198,7	197,3
Zisk na akcii v Kč	76,3	77,6	73,24	62,64	58,18	57,62
EAT	40,8	40,2	39,4	33,7	31,3	31

Pro potřeby modelů stanovujících vnitřní hodnotu akcie byl využit závěrečný kurz obchodního dne s datem 4. 4. 2013, kdy tržní hodnota akcie ČEZ na Burze cenných papírů Praha byla 568 Kč.

5.1 Dividendový diskontní model s nekonečnou držbou akcie

Tento jednostupňový dividendový model pro výpočet vnitřní hodnoty je dobře aplikovatelný na společnosti vyplácející každoročně dividendu. Společnosti ČEZ, a.s. patří k těmto společnostem a v poslední době se snaží udržovat výplatní poměr mezi 50 – 60 %. Lze říci, že dividendová politika dané společnosti je dlouhodobě stabilní.

Důležité složky tvořící model jsou očekávaná růstová míra dividend (g) a požadovaná výnosová míra (k_e). Pro výpočet jednotlivých složek modelu bylo zvoleno období mezi lety 2007 až 2011, kde výše dividend nevykazovala známky značných výkyvů, jako tomu bylo v úvodních letech.

⁵⁵ Vlastní zpracování na základě údajů z: Fundamentální analýza společnosti ČEZ. Fio banka [online].

[cit. 2013-04-02]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf

Pozn.: P - predikce

Požadovaná výnosová míra je v modelu využita k diskontování očekávané dividendy. Hodnota k_e je z podstatné části závislá na úvaze investora či analytika a je také tímto úsudkem ovlivněna. Pro výpočet požadované výnosové míry byl využit matematický vztah pro výpočet rizikové prémie (r_p), kde se tyto dvě hodnoty rovnají ($k_e = r_p$). Mnou zvolené hodnoty pro výpočet požadované výnosové míry jsou znázorněny v tabulce 20.

$$r_p = K_e = r_f + (r_{pod} + r_{fin})$$

kde r_f je bezrizikový výnos státních pokladničních poukázek,
 r_{pod} je podnikatelské riziko,
 r_{fin} je finanční riziko (inlace).

Tabulka 20 Výpočet požadované výnosové míry ⁵⁶

Položka	Hodnota v %
Bezriziková úroková míra	0,131
Podnikatelské riziko	6
Finanční riziko (inlace)	3
Požadovaná výnosová míra	9,13

Hodnota bezrizikové úrokové míry byla vypočítána jako průměrná hodnota státem emitovaných krátkodobých dluhopisů od počátku roku 2013.

Finanční riziko zde reprezentuje míra inflace v daném měsíci. Pro výpočet byla využita míra inflace za měsíc únor v roce 2013, která dosahovala hodnoty 3 %.

Podnikatelské riziko bylo podle mého odhadu vyčísleno na 6 procentních bodů z několika důvodů. Prvním důvodem je společností deklarovaná stabilní výše výplatního poměru 50 – 60 %, přičemž výplatní poměr obvykle atakuje horní hranici daného rozmezí. V následujících letech je však očekáván pokles zisku společnosti z důvodu klesajících cen elektřiny na evropských trzích a vznikajícím problémům ve východní Evropě, kde společnost značně

⁵⁶ Vlastní zpracování na základě údajů z: Aukce SPP a jejich výsledky. ČNB [online].

[cit. 2013-04-06]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/spp/aukce_spp_tz/aukce_spp_tz_2013/

investovala. Dalším důvodem je hodnota koeficientu Beta, který podle odhadů provedených společností Fio banka, a.s. je 0,78. Tuto hodnotu lze interpretovat způsobem, že jestliže dojde k růstu indexu trhu o 1 %, kurz akcie dané společnosti se zvýší pouze o 0,76 %. Z tohoto faktu lze odvodit, že akcie ČEZ, a.s. je méně citlivá než index trhu. Důvodem pro zvolenou hodnotu podnikatelského rizika je také fakt, že společnost je téměř ze 70 % vlastněna Českou republikou a finanční situace společnosti nejeví žádné známky velkých problémů.

Pro výpočet míry růstu dividend byly využity dva matematické postupy, a to aritmetický průměr a geometrický průměr.

Tabulka 21 Dividenda a roční růst dividend mezi roky 2007 - 2011⁵⁷

Rok	Dividenda v Kč	Míra růstu dividend mezi roky v %
2007	40	X
2008	50	11,80
2009	53	2,96
2010	50	-2,87
2011	45	-5,13

Tabulka 22 Určení průměrné míry růstu dividend

Ukazatel	Aritmetický průměr	Geometrický průměr
Průměrná míra růstu dividend	1,69	1,48

Jak je z tabulky 21 patrné, roční míry růstu dividend jsou značně nesourodé. Aritmetický průměr je poměrně citlivý na extrémní hodnoty ve výběru hodnot, tudíž jako reprezentativní průměrná míra růstu dividend byla zvolena hodnota geometrického průměru, která od těchto extrémních hodnot očištěna je.

Po zvážení všech faktorů jsem pomocí výpočtu došel k vnitřní hodnotě společnosti, která je zachycena v tabulce 23.

Tabulka 23 Výpočet vnitřní hodnoty akcie ČEZ pomocí dividendového diskontního modelu

Dividenda za rok 2011 v Kč	Míra růstu dividend v % (g)	Požadovaná výnosová míra v % (k_e)	Vnitřní hodnota v Kč
45	1,48	9,13	597,13

⁵⁷ Vlastní zpracování na základě údajů z: Dividendy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/dividendy.html>

Z předešlého textu je patrné, že požadovaná výnosová míra dokáže výrazně ovlivnit výpočet výsledné vnitřní hodnoty akcie. Citlivost vnitřní hodnoty akcie na změnu požadované výnosové míry je zachycena v tabulce 24.

Tabulka 24 Citlivost změny požadované výnosové míry na vnitřní hodnotu akcie ČEZ⁵⁸

Dividenda za rok 2011 v Kč	k_e v %	g v %	VH v Kč	Kurz akcie k 4. 4. 2013 v Kč	Doporučení	Změna VH v Kč
45	8,00	1,48	700,76	568	Koupit	
45	9,13	1,48	597,13	568	Koupit	-103,63
45	10,00	1,48	536,20	568	Prodat	-164,56
45	11,00	1,48	479,86	568	Prodat	-220,90

Z tabulky lze vyčíst, že změna požadované výnosové míry o jeden procentní bod dokáže výrazně ovlivnit výslednou vnitřní hodnotu akcie a s tím spojené investiční doporučení. Tato citlivost je jedním z důvodů proč se vnitřní hodnota pro konkrétní akcii může výrazně lišit.

5.2 Úplný dividendový diskontní model

Úplný dividendový diskontní model oproti zkrácenému diskontnímu modelu využívá i očekávanou prodejní cenu v n-tém roce. Tato prodejní cena byla pro účely úplného diskontního modelu zjištěna pomocí kombinovaného dividendového a ziskového modelu, ve kterém uvažujeme, že vnitřní hodnota se rovná prodejní ceně v n-tém roce. Kombinovaný model využívá následujícího vztahu:

$$VH_0 = PVD_T + PVP_T$$

$$PVD_T = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_T}{(1+r)^T} \quad PVP_T = \frac{1}{(1+r)^T} * [E(T+1) * \frac{P}{E_N}]$$

kde D_T je dividendy v čase T,

⁵⁸ Vlastní zpracování na základě údajů z: Dividendy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/dividendy.html>; Kurz akcie. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-04-04]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/www/cs/akcie/akcie.jsf#stocks>

- r je požadovaná výnosová míra,
 P/E_N je normální P/E ratio,
 PVD_T je současná hodnota budoucích dividend v čase T,
 PVP_T je současná hodnota ceny akcie k datu ukončení toku dividend.

Základní údaje pro výpočet kombinovaného modelu jsou uvedeny v tabulce 25 a dílčí hodnoty pro výpočet vnitřní hodnoty pomocí kombinovaného modelu jsou zaznamenány v tabulce 26.

Tabulka 25 Základní údaje pro výpočet kombinovaného modelu

Dividenda D_0 v Kč	Požadovaná výnosová míra (r) v %	Míra růstu dividend v % (g)	Čas T	Normální P/E
45	9,13	1,48	4 roky	7,41

Tabulka 26 Výpočet vnitřní hodnoty kombinovaným modelem

PVD_4	PVP_4	VH_4
150,60	301,20	451,79

Na základě vypočítané vnitřní hodnoty v kombinovaném modelu, lze určit vnitřní hodnotu akcie v úplném dividendovém diskontním modelu, kdy za prodejní cenu ve 4 roce uvažujeme právě vypočítanou vnitřní hodnotu z kombinovaného modelu. Úplný dividendový diskontní model lze určit pomocí matematického vztahu:

$$VH_0 = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1 + K_e)^n}$$

- Kde D_1 až D_n je očekávané dividendy v jednotlivých letech,
 P_n je očekávaná prodejní cena v n-tém roce,
 K_e je požadovaná výnosová míra.

Tabulka 27 Výpočet vnitřní hodnoty pomocí úplného dividendového modelu

Prodejní cena ve čtvrtém roce P_4	Vnitřní hodnota VH_0 v Kč	Tržní cena akcie k 4. 4. 2013 v Kč	Doporučení
451,79	469,13	568	Prodat

Pomocí úplného dividendového modelu bylo zjištěno, že vnitřní hodnota, jež je uvedena v tabulce 27, se nachází výrazně níže než je současná tržní hodnota akcie, což vede, na základě tohoto modelu, k investičnímu doporučení prodat.

5.3 Ziskový model

Metoda ziskového modelu je poměrně často využívanou metodou ke stanovování správné hodnoty akcie a zobrazuje návratnost akcie tedy, za jak dlouho se zaplatí tato akcie ze zisku. Nutnou podmínkou tohoto modelu je generování zisku danou společností a to po celé sledované období. Společnost ČEZ tuto podmínku splňuje. Hodnotu tohoto ukazatel je taktéž možno využít při porovnávání společností ve stejném odvětví s hodnotou normálního P/E ratio. Hodnotu normální P/E a vnitřní hodnotu akcie určují následující vztahy:

$$\frac{P}{E_N} = \frac{p}{k_e - g} \qquad VH = E_1 * \frac{P}{E_N}$$

kde	P/E_N	je normální P/E ratio,
	p	je dividendový výplatní poměr,
	k_e	je požadovaná výnosová míra,
	g	je míra růstu dividend,
	VH	je vnitřní hodnota akcie,
	E_1	je očekávaný zisk v příštím roce.

Tabulka 28 Stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí normálního P/E

Čistý zisk na akcii za rok 2012 P v Kč	Dividendový výplatní poměr (p)	Požadovaná výnosová míra v % (k_e)	Míra růstu dividend v % (g)	Vnitřní hodnota v Kč	Normální P/E
77,6	0,57	9,13	1,48	575,33	7,41

Při porovnání zjištěné hodnoty normálního P/E ratio s tabulkou 29, kde jsou znázorněny intervaly pro hodnoty standardního P/E ratio, je patrné, že hodnota spadá do spodního intervalu. Kurz akcie je podle této tabulky podhodnocen, tedy že tržní kurz akcie, k datu ocenění, vzhledem k vnitřní hodnotě akcie je nízký.

Tabulka 29 Hladiny pro standardní P/E

Hladiny P/E _N	Doporučení
0 - 8 (10)	Kurz je podhodnocena - levná akcie
8 - 15	Kurz odpovídá VH = správná cena
15 a více	Kurz je nadhodnocen - drahá akcie

Při neměnné tržní ceně akcie a konstantní vnitřní hodnotě akcie je možné pomocí predikovaného čistého zisku na akcii vypočítat vnitřní hodnoty v následujících letech, tyto hodnoty zachycuje tabulka 30.

Tabulka 30 Predikce vnitřní hodnoty akcie ČEZ normálním P/E ratio v letech 2012 - 2014

Rok	Vnitřní hodnota
2012 P	575,33
2013 P	542,97
2014 P	464,42

Z tabulky vyplývá, že v následujících letech bude vnitřní hodnota akcie klesat. To může být zapříčiněno především snížením provozních výnosů, které ovlivní výsledný provozní zisk s následným dopadem na čistý zisk a čistý zisk na akcii.

Dalším potřebným ukazatelem je ukazatel běžné P/E ratio, který je využíván k porovnávání společností s podobným hlavním výrobním procesem. Běžné P/E ratio, vyjadřující poměr mezi aktuální tržní cenou akcie a zisku, je uvedeno v tabulce 31.

Tabulka 31 Výpočet běžného P/E ratio

Kurz akcie k 4. 4. 2013 v Kč	Čistý zisk na akcii za rok 2012 P v Kč	Běžné P/E
568	77,6	7,32

Obdobným ukazatelem je také P/CF ratio, které vyjadřuje poměr aktuálního kurzu akcie na kapitálovém trhu a tokem hotovosti (Cash Flow). Velikost toku hotovosti je pro investora zajímavá z pohledu schopnosti společnosti generovat finanční zdroje tedy disponibilní prostředky. Hodnota P/CF je znázorněna v tabulce 32.

Tabulka 32 Výpočet hodnoty P/CF ratio

Kurz akcie k 4. 4. 2013 v Kč	CF na akcii v roce 2012 P v Kč	P/CF
568	34,57	16,43

5.4 Účetní hodnota akcie

Model účetní hodnoty akcie patří do skupiny bilančních modelů, které se pro jeho jednoduchost také využívají ke stanovení vnitřní hodnoty akcie.

Tabulka 33 Účetní hodnota akcie ČEZ v letech 2011 a 2012⁵⁹

Rok	Vlastní kapitál k 31. 12 v mil. Kč	Počet emitovaných akcií v ks	VH v Kč
2011	232 078	537 989 759	431,38
2012	250 773	537 989 759	466,13

V tabulce 33 je účetní hodnota akcie rovna vnitřní hodnotě akcie. Z porovnání této vnitřní hodnoty a tržní hodnoty akcie k 4. 4. 2013 vyplývá, že současná hodnota akcie je nadhodnocená. Tato velikost může být následkem vyplácení každoročních dividend, kdy společnost dlouhodobě udržuje výplatní poměr mezi 50 až 60 % a tudíž tento vyplacený zisk nezůstává ve formě nerozděleného zisku uvnitř společnosti.

Účetní hodnota je dále využitelná pro ukazatel P/BV ratio (Price to Book Value), který vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a účetní hodnotou připadající na jednu akcii. Pro výpočet P/BV ratio byl využit předpoklad, že tržní cena se rovná vnitřní hodnotě.

⁵⁹ Vlastní zpracování na základě údajů z: Základní informace o akciích. ČEZ [online]. [cit. 2013-03-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/zakladni-informace-o-akciich.html>

Tabulka 34 Stanovení P/BV ratio Skupiny ČEZ v letech 2011 a 2012⁶⁰

Rok	Kurz akcie ke 4. 4. 2013	Vlastní kapitál na akcii v Kč	P/BV
2011	568	431,38	1,32
2012	568	466,13	1,22

Hodnota ukazatele P/BV, v tabulce 34, se v obou letech pohybuje nad hodnotou 1, která vyjadřuje rovnováhu mezi tržní cenou akcie a účetní hodnotou vlastního kapitálu připadající na jednu akcii. Akcie s P/BV vyšším jak 1 jsou trhem oceněny nad úroveň jejich účetní hodnoty.

5.5 Historické modely

Historické modely pracují s hodnotami veličin, jako jsou akciový kurz, dividendy, tržby aj. Vývoj těchto veličin se sleduje vzhledem k minulosti a dané hodnoty z minulosti jsou průměrovány. Oproti předchozím modelům se v modelech historických neuvažuje respektování časové hodnoty peněz.

5.5.1 Historický model dividend

Tento model porovnává průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii. Roční dividendy a závěrečný kurz daného roku jsou uvedeny v tabulce 35.

Tabulka 35 Dividendy a závěrečné kurzy Skupiny ČEZ v letech 2009 – 2011 a predikce 2012, 2013⁶¹

Rok	Dividenda v Kč	Závěrečný kurz na akcii k 31. 12.
2009	53	864
2010	50	783
2011	45	786
2012 P	44	680
2013 P	43	-

⁶⁰ Vlastní zpracování na základě tabulky 33

⁶¹ Vlastní zpracování na základě údajů z: Fundamentální analýza společnosti ČEZ. *Fio banka* [online]. [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf

Výpočet historického modelu dividend (Model P/D) byl proveden podle následujícího vztahu:

$$VH = \frac{P_T}{D_T} * D_1$$

kde D_1 je očekávaná výše dividend na jednu akcii v příštím roce,
 P_T je průměrná historická cena akcie,
 D_T je průměrná historická výše dividend na jednu akcii,
 VH je vnitřní hodnota akcie.

V tabulce 36, vnitřní hodnoty stanovené modelem P/D značně převyšují tržní cenu akcie k 4. 4. 2013.

Tabulka 36 Výpočet vnitřní hodnoty akcie ČEZ modelem P/D pro roky 2012 a 2013⁶²

Rok	Průměrný kurz	Průměrná dividend na jednu akcii v Kč	Očekávaná dividend na akcii v Kč	VH v Kč
2012 P	811	49,33	44,00	723,32
2013 P	778,25	48,00	43,00	697,18

5.5.2 Historický model tržeb

Historický model tržeb poměruje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii. V tabulce 37 se nachází vstupní data do historického modelu tržeb.

Tabulka 37 Přehled tržeb a závěrečných kurzů Skupiny ČEZ v letech 2009 – 2011 a predikce 2012, 2013⁶³

Rok	Tržby celkem v mil. Kč	Závěrečný kurz na akcii k 31. 12.	Tržby na jednu akcii v Kč
2009	196 352	864	364,97
2010	198 848	783	369,61
2011	209 761	786	389,90
2012 P	215 100	680	399,82
2013 P	213 400	-	396,66

^{62,63} Vlastní zpracování na základě údajů z: Fundamentální analýza společnosti ČEZ. *Fio banka* [online]. [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf

Tento model se určí podle následujícího vztahu:

$$VH = \frac{P_T}{S_T} * S_1$$

kde S_1 je očekávaná výše tržeb pro příští rok,
 P_T je průměrná historická cena akcie,
 S_T je průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii,
 VH je vnitřní hodnota akcie.

Pomocí modelu P/S vypočítané a v tabulce 38 uvedené vnitřní hodnoty akcie se nacházejí o mnoho výše než je tržní cena akcie k 4. 4. 2013 (568 Kč).

Tabulka 38 Výpočet vnitřní hodnoty akcie ČEZ modelem P/S pro roky 2012 a 2013⁶⁴

Rok	Průměrný kurz	Průměrné tržby na jednu akcii v Kč	Očekávané tržby na akcii	VH v Kč
2012 P	811	374,83	399,82	865,08
2013 P	778,25	381,08	396,66	810,08

Podle mého názoru mají, historický model tržeb a historický model dividend, menší vypovídací hodnotu v porovnání s předešlými modely a to z důvodu zahrnutých historických vývoju daných veličin. Jak dividendy, tak i tržby se totiž ve zkoumaném období pohybovaly vysoko a byly následovány i tržní cenou akcie. Tyto tržní ceny pak vedou k vyšší průměrné ceně akcie a vyšší vnitřní hodnotě bez ohledu na možné budoucí problémy společnosti.

⁶⁴ Vlastní zpracování na základě údajů z: Fundamentální analýza společnosti ČEZ. *Fio banka* [online]. [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf

5.6 Srovnání dosažených výsledků vnitřní hodnoty akcie

Výsledné hodnoty vnitřních hodnot akcie jsou pro snadnější orientaci znázorněny v tabulce 39, kde jsou současně zachyceny různé váhy jednotlivých modelů pro výpočet vnitřní hodnoty akcie, podle mého uvážení.

Z předešlých výpočtů jednotlivých modelů, z jejich předpokladů a výsledků byly stanoveny jednotlivé váhy důležitosti těchto modelů. Modely, jednostupňový diskontní model, úplný dividendový diskontní model a ziskový model, pracují s hodnotou času, uvažují časovou hodnotu peněz s diskontováním. Tyto metody se jeví z vybraných modelů jako modely s největší vypovídací hodnotou a byla jim také přidělena největší váha důležitosti. Zkrácený dividendový diskontní model zahrnuje také subjektivní pohled, kterým dochází k ovlivnění výše očekávané výnosové míry. Předpokladem pro výpočet úplného diskontního modelu bylo, že se prodejní cena rovná vnitřní hodnotě vypočítané pomocí kombinovaného modelu. I kvůli použití dvou modelů se snížila vypovídací schopnost tohoto modelu.

Modely historické a účetní byly zvoleny jako doplněk pro první dva modely a není jim přidělena významná váha v konečném hodnocení. V tabulce 39, byl využit aritmetický průměr zvolených historických modelů, kterému byla přidělena váha právě s ohledem na nižší vypovídající potenciál.

Tabulka 39 Výsledná vážená hodnota akcie ČEZ

Model	Vnitřní hodnota akcie	Váha	Vnitřní hodnota x váha
Zkrácený dividendový diskontní model	597,13	0,35	209,00
Úplný dividendový diskontní model	469,13	0,3	140,74
Ziskový model normální P/E	575,33	0,25	143,83
Historické modely - aritmetický průměr	773,92	0,1	77,39
model tržeb - aritmetický průměr	837,58	X	X
model dividend - aritmetický průměr	710,25	X	X
Bilanční modely - vlastní kapitál na akcii	466,13	0,1	46,61
Vážená vnitřní hodnota akcie	617,57		

Na základě tabulky 39 a výše uvedených výsledků při výpočtech vnitřních hodnot akcie bylo dosaženo vážené vnitřní hodnoty akcie 617,57 Kč, což je považováno za správné ohodnocení akcie na trhu. Tržní kurz akcie ke dni 4. 4. 2013 byl 568 Kč. Při porovnání

vážené vnitřní hodnoty akcie a tržní hodnoty akcie k danému datu je patrné, že tržní hodnota se nachází pod úrovní vypočítané vnitřní hodnoty.

6 SHRUTÍ VÝSLEDKŮ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY A INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Vyhodnocení výsledků z jednotlivých částí fundamentální analýzy slouží jako podklad pro vytvoření investičního doporučení, na základě kterého se stávající nebo budoucí akcionář rozhoduje, jaké stanovisko k dané akcií zaujme (koupit, držet, prodat).

6.1 Závěry k částem fundamentální analýzy

První částí fundamentální analýzy, při postupu ze shora - dolů (top – down), je globální analýza. Globální analýza zahrnuje faktory jako HDP, inflace, peněžní zásoba, které ovlivňují kurz akcie.

Kurz akcie společnosti ČEZ, a.s. je podle mého názoru značně ovlivněn makroekonomickými indikátory. Ze zkoumaných makroekonomických indikátorů má největší vliv na hodnotu akcie společnosti ČEZ, a.s. hrubý domácí produkt, jehož tempo růstu v České republice významně souvisí s ekonomickou situací v Evropě i ve světě. Na základě vývoje HDP v České republice a dostupných informací se domnívám, že HDP v České republice v příštích letech pozvolna poroste a tím dojde i částečnému růstu hodnoty akcií společnosti ČEZ, a.s. jakožto akcií přímo závislých na výstupu ekonomiky. Zbylé dva makroekonomické indikátory (inflace, peněžní zásoba) mají oproti vývoji HDP menší vliv na vývoj tržní ceny akcie společnosti. Inflace v České republice se v posledních letech (2009 – 2012) výrazně nemění, což je způsobeno stanovením inflačního cíle ve výši 2 % (+/- 1 %), ke kterému se zavázala Česká národní banka.

Odvětvová analýza má menší vliv na tržní hodnotu akcie společnosti, avšak i některá odvětvová specifika dovedou kurz značně akcie ovlivnit. Energetické odvětví je řazeno do cyklických odvětví, která jsou charakteristická svou závislostí na vývoji hospodářského cyklu a z tohoto důvodu v období ekonomické prosperity akcie společnosti rostou a naopak. Ceny akcií společnosti ČEZ, a.s. tak v poslední době klesaly i z důvodu probíhající recese v České republice. Celé energetické odvětví je také výrazně závislé na vývoji cen elektřiny na evropských trzích a ceny akcií tento vývoj kopírují. V roce 2012 i 2013 výrazně cena elektřiny na trhu klesala a v současné době se cena jedné MWh pohybuje nad hranicí 40 EUR (duben 2013).

Skupina ČEZ zaujímá na trhu s elektřinou v České republice dominantní postavení, když zaujímá přibližně 70 % tohoto trhu a v období mezi lety 2008 až 2012 každoročně vyrobila více než 65 000 GWh elektřiny. Cena dodávané elektrické energie je tvořena částí regulovanou Energetickým regulačním úřadem a částí neregulovanou zahrnující cenu silové elektřiny na trhu dané na základě smlouvy s dodavatelem. Energetika je i nadále, podle mého názoru, perspektivním odvětvím a to jak využitím fosilních paliv, tak i obnovitelných zdrojů energie.

Finanční analýza, patřící do podnikové fundamentální analýzy, hodnotí finanční situaci společnosti za pomoci poměrových a syntetických ukazatelů. Na základě vypracování ukazatelů rentability, likvidity, zadluženosti, indexu bonity a indexu důvěryhodnosti lze říci, že společnost ČEZ, a.s. je společností stabilní s dlouhodobou ziskovostí, s dobrým finančním zdravím, a nízkou mírou zadluženosti. Investoři mohou mít ke společnosti ČEZ, a.s. důvěru, jako k ekonomicky stabilní a úspěšné společnosti.

6.2 Komentář k vnitřní hodnotě akcie společnosti ČEZ

Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti ČEZ, a.s. jsou použity modely jako: dividendový diskontní model s nekonečnou držbou akcie, úplný dividendový diskontní model, ziskový model, historické modely (tržeb, dividend) a bilanční model. Pomocí každého z modelů je vypočtena vnitřní hodnota akcie. Pro lepší vypovídací hodnotu je každému z modelů přiřazena váha důležitosti a spočítán vážený průměr vnitřních hodnot. Výsledná vnitřní hodnota akcie ČEZ 617, 57 Kč, je v porovnání s promptním kurzem akcie 568 Kč ke dni 4. 4. 2013 vyšší.

6.3 Investiční doporučení

Společnost ČEZ, a.s. je společností působící v energetickém odvětví, patřící do Skupiny ČEZ věnující se aktivitám jako těžba uhlí, výroba a distribuce elektrické energie a obchod se zemním plynem. Většinovým akcionářem je Česká republika, zastupována především Ministerstvem financí České republiky, s podílem na základním kapitálu přibližně 70 %.

Akcie společnosti ČEZ, a.s. se obchodují na Burze cenných papírů Praha v obchodním systému Xetra. Společnost emitovala 537 989 759 ks akcií se jmenovitou hodnotou 100 Kč za jednu akcii.

Pro tvorbu investičního doporučení je potřeba vzít v úvahu závěry z jednotlivých částí fundamentální analýzy, kdy nejen globální faktory mají značný vliv na vývoj tržní ceny akcie,

ale i vývoj tržních cen elektřiny jako odvětvový faktor značně ovlivňuje růst či pokles hodnoty akcií společnosti. Stejně tak i finanční ukazatele a samotné výsledky vnitřních hodnot z jednotlivých modelů komplexně dokreslují prostředí, ve kterém se společnost nachází.

Na tržní cenu akcie mají značný vliv i investice v zahraničí a je nutné tuto skutečnost do investičního doporučení také zahrnout. U Skupiny ČEZ jde především o, v letošním roce 2013, problémovou oblast východní Evropy.

Po zhodnocení globálních, odvětvových i podnikových charakteristik, zejména vnitřní hodnoty akcie, pokládám tržní cenu akcie za mírně podhodnocenou (ke dni 4. 4. 2013) a doporučuji investorům v krátkodobém horizontu mírně nakupovat a v dlouhodobém horizontu akcie ČEZ držet.

7 ZÁVĚR

Diplomová práce využívá fundamentální analýzu vybrané akcie obchodované na Burze cenných papírů Praha v obchodním systému Xetra ve stupni globálním, odvětvovém, podnikovém a určení vnitřní hodnoty akcie ke stanovení investičního doporučení.

V úvodní části jsou charakterizována teoretická východiska, pro stanovení fundamentální analýzy na jednotlivých úrovních, také pro určení poměrových ukazatelů rentability, likvidity, zadluženosti, tržní hodnoty společnosti a syntetických ukazatelů jako je index důvěryhodnosti a index bonity. Pro výpočet vnitřních hodnot jednotlivých modelů jsou využity matematické formulace, zejména pak vzorce pro výpočet dividendového diskontního modelu s nekonečnou držbou akcie, úplného dividendového diskontního modelu, historického modelu tržeb a dividend, ziskového modelu a bilančního modelu. Všechna tyto teoretická východiska jsou použita k praktickému řešení ve druhé části diplomové práce.

Provedená analýza globální úrovně zahrnuje vývoj HDP v České republice ve vybraném období ve vztahu k hodnotě akcie dané společnosti, jakožto faktor výrazně ovlivňující tržní hodnotu akcie. Na odvětvové úrovni je Skupina ČEZ v České republice dominantním subjektem na trhu s elektrickou energií, kde hodnotu akcií ovlivňuje tržní cena elektrické energie. Finanční situace společnosti zkoumaná vybranými ukazateli je pro investora uspokojivá a vypočítaná výše vnitřní hodnoty je ve zvolený den nad úrovní tržní hodnoty. Na základě zjištěných informací je stanoveno krátkodobé investiční doporučení mírně kupovat a dlouhodobé investiční doporučení dané akcie držet.

Diplomová práce má praktický charakter, kde jsou stávající teoretická hlediska aplikována na konkrétní situaci dané společnosti.

Celá práce je určena především pro investory zvažující investici do akcií nebo zajímavící se o Skupinu ČEZ, či jedince zaujaté problematikou kapitálových trhů. Diplomovou práci je možné také využít jako případovou studii ve vyučovaných předmětech jako jsou Kapitálové trhy a Finanční investování vyučované na Fakultě ekonomicko – správní, Univerzity Pardubice.

Podle mého názoru jsou zjištěné výsledky dostatečné pro dosažení zvolených cílů diplomové práce.

8 POUŽITÁ LITERATURA

- [1] Akcie. *AZ data* [online]. [cit. 2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.az-data.cz/slovník/akcie>
- [2] Aukce SPP a jejich výsledky. *ČNB* [online]. [cit. 2013-04-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/spp/aukce_spp_tz/aukce_spp_tz_2013/
- [3] Čísla a statistiky. *Skupina ČEZ* [online]. [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nrg_pc_204&lang=en
- [4] Členové Burzy. *Burza cenných papírů Praha* [online]. [cit. 2012-11-12]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/Clenove-Burzy/>
- [5] Dividendy. *ČEZ, a.s.* [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/dividendy.html>
- [6] ĎURIŠOVÁ, Jana; MYŠKOVÁ, Renáta. *Dynamický pyramidový rozklad ukazatele ROE* [online]. [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: http://dspace.upce.cz/bitstream/10195/38512/1/DurisovaJ_DynamickyPyramidovy_2010.pdf
- [7] Energetika v ČR. *Skupina ČEZ* [online]. [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-media/cisla-a-statistiky/energetika-v-cr.html>
- [8] Financial Analysis. *Investopedia* [online]. [cit. 2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/f/financial-analysis.asp#axzz2JkuU3Fni>
- [9] Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010. *MPO* [online]. [cit. 2013-03-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>
- [10] Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011. *MPO* [online]. [cit. 2013-03-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>
- [11] Fundamentální analýza společnosti ČEZ. *Fio banka* [online]. [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/128780_CEZ_nova_analyza.pdf
- [12] Industry Lifecycle. *Investopedia* [online]. [cit. 2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/i/industrylifecyle.asp#axzz2IVXhHKxS>

- [13] Inflace. ČSÚ[online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace
- [14] Interaktivní graf. *Patria.cz* [online]. [cit. 2013-03-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akcie/CEZPbl.PR/cez/interaktivni-graf.html>
- [15] Investování v ČR. *Akcie* [online]. [cit. 2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/radce-investora/investice-zaklady/cz/>
- [16] KISLINGEROVÁ, Eva; HNILICA, Jiří. *Finanční analýza: krok za krokem*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2005, xiii, 137 s. ISBN 80-717-9321-3.
- [17] Kurz akcie. *ČEZ, a.s.* [online]. [cit. 2013-04-04]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/www/cs/akcie/akcie.jsf#stocks>
- [18] Konsolidovaná účetní závěrka. *ČEZ*. [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/investor-relations/4q-2012-results/cz_2012_consol_7hc6ufy443r5zssg.pdf
- [19] Liberalizace trhu s elektřinou. *Liberalizace* [online]. [cit. 2013-03-29]. Dostupné z: <http://liberalizace.nycor.cz/text/liberalizace-trhu-s-elektřinou-v-cr.html>
- [20] Makroekonomické ukazatele. ČSÚ[online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/kapitola/5013-12-n_2012-02
- [21] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [22] Model obchodování pro akcie a dluhopisy. *BCPP* [online]. [cit.2012-11-12]. Dostupné z: http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Obchodovani_akcie_dluhopisy.pdf
- [23] O Burze. *Burza cenných papírů Praha* [online]. [cit. 2012-11-12]. Dostupné z: <http://www.bcpcp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>
- [24] O společnosti. *ČEZ, a.s.* [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
- [25] Peněžní agregáty. ČNB[online]. [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=938&p_strid=AAADA&p_lang=CS

- [26] Perspektivy české energetiky. *Energetický klub* [online]. [cit. 2013-04-15]. Dostupné z: <http://www.energetickyklub.cz/docs/CeskaEnergetika120716.pdf>
- [27] Počet vydaných licencí. *IHNED. CZ* [online]. [cit. 2013-03-22]. Dostupné z: <http://m.ihned.cz/c1-57929470-pocet-vydanych-licenci-pro-podnikani-v-energetice-loni-mirne-vzrostl>
- [28] Právní úprava řízení státního dluhu. *MFCR* [online]. [cit. 2013-03-26]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_legislativa_10142.html
- [29] Profil společnosti. *ČEZ, a.s.* [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/profil-spolecnosti.html#zakladni_udaje
- [30] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [31] Share. *Business Dictionary* [online]. 2013 [cit. 2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.businessdictionary.com/definition/share.html>
- [32] Šíření burzovních informací. *Burza cenných papírů Praha* [online]. [cit. 2012-11-12]. Dostupné z: <http://www.bcphp.cz/dokument.aspx?k=Sireni-Burzovnich-Informaci>
- [33] Struktura akcionářů. *ČEZ, a.s.* [online]. [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/struktura-akcionaru.html>
- [34] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.
- [35] Výroční zprávy. *ČEZ, a.s.* [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>
- [36] Základní informace o akcích. *ČEZ* [online]. [cit. 2013-04-04]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/zakladni-informace-o-akciich.html>

9 PŘÍLOHY

Příloha A <i>Rozvaha akciové společnosti ČEZ v letech 2009 - 2012</i>	88
Příloha B <i>Výkaz zisku a ztrát společnosti ČEZ, a.s. v letech 2011 - 2012</i>	89
Příloha C <i>Výkaz zisku a ztrát společnosti ČEZ, a.s. v letech 2009 - 2010</i>	90
Příloha D <i>Výkaz toku hotovosti ČEZ, a.s. v letech 2011 - 2012</i>	91
Příloha E <i>Výkaz toku hotovosti společnosti ČEZ, a.s. v letech 2009 - 2010</i>	92

Příloha A Rozvaha akciové společnosti ČEZ v letech 2009 - 2012⁶⁵

Položka	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý hmotný majetek				
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	298 600	305 523	313 006	318 139
Oprávky a opravné položky	-170 808	-172 285	-184 124	-175 703
Dlouhodobý hmotný majetek, netto	127 792	133 238	128 882	142 436
Jaderné palivo, netto	5 420	7 005	8 839	9 698
Nedokončené hmotné investice včetně poskytnutých záloh	51 697	54 929	68 982	68 318
Dl. hmotný majetek, jaderné palivo a investice celkem	184 909	195 172	206 703	220 452
Ostatní stálá aktiva				
Dlouhodobý finanční majetek, netto	169 515	181 973	192 428	197 658
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto	662	706	578	604
Ostatní stálá aktiva celkem	170 177	182 679	193 006	198 262
Stálá aktiva celkem	355 086	377 851	399 709	418 714
Oběžná aktiva				
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	14 567	16 142	15 930	8 815
Pohledávky, netto	41 990	48 205	46 281	56 232
Pohledávka z titulu daně z příjmů	1	1 457	374	1 044
Zásoby materiálu, netto	3 144	3 217	3 737	4 129
Zásoby fosilních paliv	1 532	883	1 359	2 033
Emisní povolenky	724	2 152	5 007	10 038
Ostatní finanční aktiva, netto	27 083	15 472	28 247	36 869
Ostatní oběžná aktiva	571	1 043	1 985	999
Aktiva klasifikovaná jako držená k prodeji	-	2 739	1 031	-
Oběžná aktiva celkem	89 612	91 310	103 951	120 159
AKTIVA CELKEM	444 698	469 161	503 660	538 873
Vlastní kapitál				
Základní kapitál	53 799	53 799	53 799	53 799
Vlastní akcie	-5 151	-4 619	-4 382	-4 382
Nerozdělené zisky a kapitálové fondy	128 812	140 308	143 183	161 494
Vlastní kapitál celkem	177 460	189 488	192 600	210 911
Dlouhodobé závazky				
Dlouhodobé dluhy bez části splatné během 1 roku	112 506	135 097	145 293	161 307
Rezerva na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva	36 932	36 619	37 059	42 227
Ostatní dlouhodobé závazky	4 587	4 292	5 274	5 405
Dlouhodobé závazky celkem	154 025	176 008	187 626	208 939
Odložený daňový závazek	8 721	10 533	8 798	11 016
Krátkodobé závazky				
Krátkodobé úvěry	12 618	6 455	3 624	2 735
Část dlouhodobých dluhů splatná během 1 roku	6 232	12 298	18 668	10 971
Obchodní a jiné závazky	76 907	65 722	79 347	77 543
Ostatní pasiva	7 809	8 657	12 997	16 758
Krátkodobé závazky celkem	104 492	93 132	114 636	108 007
PASIVA CELKEM	444 698	469 161	503 660	538 873

⁶⁵ Vlastní zpracování na základě: Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-04-06]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>

Příloha B Výkaz zisku a ztrát společnosti ČEZ, a.s. v letech 2011 - 2012⁶⁶

	<u>2012</u>	<u>2011</u>
Provozní výnosy:		
Tržby z prodeje elektrické energie	94 315	97 246
Výnosy a náklady z derivátových obchodů s elektrickou energií, uhlím a plynem, netto	4 032	5 904
Tržby z prodeje plynu, tepla a ostatní výnosy	<u>9 800</u>	<u>10 291</u>
Výnosy celkem (bod 19)	108 147	113 441
Provozní náklady:		
Palivo	-14 016	-15 609
Nákup energie a související služby	-24 826	-29 540
Opravy a údržba	-3 504	-3 431
Odpisy	-13 261	-12 840
Osobní náklady (bod 20)	-6 113	-5 951
Materiál	-1 694	-1 837
Emisní povolenky, netto (bod 8)	-1 196	3
Ostatní provozní náklady (bod 21)	<u>-8 284</u>	<u>-7 386</u>
Náklady celkem	-72 894	-76 591
Zisk před zdaněním a ostatními náklady a výnosy	35 253	36 850
Ostatní náklady a výnosy:		
Nákladové úroky z dluhů	-4 576	-5 019
Nákladové úroky z jaderných a ostatních rezerv	-1 743	-1 713
Výnosové úroky (bod 22)	2 583	2 608
Kurzové zisky a ztráty, netto	1 268	-244
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto (bod 23)	<u>8 825</u>	<u>11 414</u>
Ostatní náklady a výnosy celkem	6 357	7 046
Zisk před zdaněním	41 610	43 896
Daň z příjmů (bod 24)	<u>-6 274</u>	<u>-6 559</u>
Zisk po zdanění	35 336	37 337
Čistý zisk na akcii (Kč na akcii) (bod 27)		
Základní	66,2	69,9
Zředěný	66,2	69,9
Průměrný počet vydaných akcií (v tis. ks)		
Základní	534 115	534 041
Zředěný	534 126	534 054
Zisk po zdanění	35 336	37 337
Ostatní úplný výsledek:		
Změna reálné hodnoty finančních nástrojů zajišťujících peněžní toky účtovaná do vlastního kapitálu	7 867	-7 360
Odúčtování zajištění peněžních toků z vlastního kapitálu	-104	-2 306
Změna reálné hodnoty realizovatelných cenných papírů účtovaná do vlastního kapitálu	733	44
Odložená daň z příjmů související s ostatním úplným výsledkem (bod 24)	<u>-1 614</u>	<u>1 828</u>
Ostatní úplný výsledek po zdanění	6 882	-7 794
Úplný výsledek celkem	42 218	29 543

⁶⁶ Výroční zpráva. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-04-06]. Dostupné z:

<http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>

Příloha C Výkaz zisku a ztrát společnosti ČEZ, a.s. v letech 2009 - 2010⁶⁷

	2010	2009
Provozní výnosy		
Tržby z prodeje elektrické energie	98 894	108 421
Výnosy a náklady z derivátových obchodů s elektrickou energií, uhlím a plynem, netto	5 376	6 401
Tržby z prodeje tepla a ostatní výnosy	5 928	4 383
Výnosy celkem (bod 19)	110 198	119 205
Provozní náklady		
Palivo	-17 320	-17 475
Nákup energie a související služby	-18 528	-16 373
Opavy a údržba	-3 583	-3 901
Odpisy	-13 178	-12 927
Osobní náklady (bod 20)	-6 470	-6 235
Materiál	-1 740	-1 814
Emisní povolenky, netto (bod 8)	1 585	-552
Ostatní provozní náklady (bod 21)	-5 955	-6 953
Náklady celkem	-65 189	-66 230
Zisk před zdaněním a ostatními náklady a výnosy	45 009	52 975
Ostatní náklady a výnosy		
Nákladové úroky z dluhů	-4 245	-3 055
Nákladové úroky z jaderných a ostatních rezerv (bod 15)	-1 740	-1 859
Výnosové úroky (bod 22)	2 507	1 098
Kurzové zisky a ztráty, netto	-2 550	-1 056
Ztráta z prodeje dceřiných, přidružených a společných podniků	-128	-76
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto (bod 23)	3 468	6 778
Ostatní náklady a výnosy celkem	-2 688	1 830
Zisk před zdaněním	42 321	54 805
Daň z příjmů (bod 24)	-7 559	-9 378
Zisk po zdanění	34 762	45 427
Čistý zisk na akcii (Kč/ks) (bod 27)		
Základní	65,1	85,2
Zředěný	65,1	85,2
Průměrný počet vydaných akcií (v tis. ks)		
Základní	533 811	533 225
Zředěný	533 849	533 438

⁶⁷ Výroční zpráva. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-04-06]. Dostupné z:

<http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>

Příloha D Výkaz toku hotovosti ČEZ, a.s. v letech 2011 - 2012⁶⁸

	2012	2011
Provozní činnost:		
Zisk před zdaněním	41 610	43 896
Úpravy o nepeněžní operace:		
Odpisy	13 377	12 858
Amortizace jaderného paliva	2 786	3 225
Zisk z prodeje stálých aktiv, netto	-62	-68
Kurzové zisky a ztráty, netto	-1 268	244
Nákladové a výnosové úroky, přijaté dividendy, netto	-12 564	-13 062
Změna stavu rezervy na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva	-14	-68
Opravné položky k majetku, ostatní rezervy a ostatní úpravy	1 722	1 039
Změna stavu aktiv a pasiv:		
Pohledávky	731	-10 551
Zásoby materiálu	-518	-575
Zásoby fosilních paliv	-674	-476
Ostatní oběžná aktiva	-12 696	-17 667
Obchodní a jiné závazky	23	16 991
Ostatní pasiva	5 113	1 628
Peněžní prostředky vytvořené provozní činností	37 566	37 414
Zaplacená daň z příjmů	-6 340	-5 382
Placené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-4 323	-4 446
Přijaté úroky	2 568	2 354
Přijaté dividendy	14 500	13 237
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	<u>43 971</u>	<u>43 177</u>
Investiční činnost:		
Pořízení dceřiných, přidružených a společných podniků	-7 383	-6 470
Nabytí stálých aktiv, vč. kapitalizovaných úroků	-29 700	-23 908
Příjmy z prodeje stálých aktiv	1 577	654
Poskytnuté půjčky	-21 150	-10 787
Splátky poskytnutých půjček	11 496	18 215
Změna stavu finančních aktiv s omezenou disponibilitou	-366	-682
Peněžní prostředky použité na investiční činnost	<u>-45 526</u>	<u>-22 978</u>
Finanční činnost:		
Čerpání úvěrů a půjček	79 488	57 676
Splátky úvěrů a půjček	-67 859	-49 785
Přirůstky ostatních dlouhodobých závazků	1	-
Změna stavu závazků/pohledávek ze skupinového cashpoolingu	6 461	-1 296
Zaplacené dividendy	-23 995	-26 655
Prodej vlastních akcií	-	169
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	<u>-5 904</u>	<u>-19 891</u>
Vliv kurzových rozdílů na výši peněžních prostředků	344	-520
Čistý úbytek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-7 115	-212
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku období	<u>15 930</u>	<u>16 142</u>
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty ke konci období	<u>8 815</u>	<u>15 930</u>
Dodatečné informace k výkazu o peněžních tocích		
Celkové zaplacené úroky	7 492	6 968

⁶⁸ Výroční zpráva. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-04-06]. Dostupné z:

<http://www.cez.cz/eede/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>

Příloha E Výkaz toku hotovosti společnosti ČEZ, a.s. v letech 2009 - 2010⁶⁹

	2010	2009
PROVOZNI ČINNOST		
Zisk před zdaněním	42 321	54 805
Úpravy o nepeněžní operace		
Odpisy	13 201	12 935
Amortizace jaderného paliva	3 697	2 771
Ztráta z prodeje stálých aktiv, netto	45	111
Kurzové zisky a ztráty, netto	2 550	1 056
Nákladové a výnosové úroky, přijaté dividendy	-6 340	-8 850
Změna stavu rezervy na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva	-1 300	272
Opravné položky k majetku, ostatní rezervy a ostatní nepeněžní náklady a výnosy	4 756	6 562
Změna stavu aktiv a pasív		
Pohledávky	4 105	-755
Zásoby materiálu	-202	-273
Zásoby fosilních paliv	649	-463
Ostatní oběžná aktiva	10 459	28 474
Obchodní a jiné závazky	-16 949	-22 182
Ostatní pasíva	-1 026	-59
Peněžní prostředky vytvořené provozní činností	55 966	74 404
Zaplacená daň z příjmů	-9 372	-12 628
Placené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-3 475	-1 850
Přijaté úroky	2 111	990
Přijaté dividendy	8 078	10 807
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	53 308	71 723
INVESTIČNÍ ČINNOST		
Pořízení doceřných, přidružených a společných podniků	-6 126	-39 726
Příjmy/vratky z prodeje doceřných, přidružených a společných podniků	-16	2 624
Nabytí stálých aktiv	-30 883	-39 354
Příjmy z prodeje stálých aktiv	1 310	317
Poskytnuté půjčky	-33 542	-26 412
Splátky poskytnutých půjček	13 881	12 347
Změna stavu finančních aktiv s omezenou disponibilitou	-888	-715
Peněžní prostředky použité na investiční činnost	-56 264	-90 919
FINANČNÍ ČINNOST		
Čerpání úvěrů a půjček	161 191	237 691
Splátky úvěrů a půjček	-133 640	-190 229
Změna stavu závazků/pohledávek ze sku pinového cashpoolingu	4 970	6 397
Zaplacené/vrácené dividendy	-28 234	-26 545
Prodej vlastních akcií	337	146
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	4 624	27 460
Vliv kurzových rozdíků na výši peněžních prostředků	-93	-708
Čistý přírůstek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	1 575	7 556
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku období	14 567	7 011
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty ke konci období	16 142	14 567
Dodatečné informace k výkazu o peněžních tocích		
Celkové zaplacené úroky	5 671	3 754

⁶⁹ Výroční zprávy. ČEZ, a.s. [online]. [cit. 2013-04-06]. Dostupné z:

<http://www.cez.cz/edee/content/micrositesutf/odpovednost2011/cs/uvod/informace-o-spolecnosti.html>