



**VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT  
INSTITUT OF ECONOMICS

**FUNDAMENTÁLNÍ AKCIOVÁ ANALÝZA VYBRANÝCH  
EVROPSKÝCH ENERGETICKÝCH SPOLEČNOSTÍ**  
FUNDAMENTAL SHARE ANALYSIS OF SELECTED EUROPEAN ENERGY COMPANIES

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**  
MASTER'S THESIS

**AUTOR PRÁCE**  
AUTHOR

**Bc. KATEŘINA SYSLOVÁ**

**VEDOUCÍ PRÁCE**  
SUPERVISOR

**prof. Ing. OLDŘICH REJNUŠ, CSc.**

BRNO 2016

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

**Bc. Kateřina Syslová**

---

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských, magisterských a doktorských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

**Fundamentální akciová analýza vybraných evropských energetických společností**

v anglickém jazyce:

**Fundamental Share Analysis of Selected European Energy Companies**

Pokyny pro vypracování:

Úvod  
Vymezení problému a cíle práce  
Metodologie  
Teoretická východiska práce  
Analýza problému a současné situace  
Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

---

Podle § 60 zákona č. 121/2000 Sb. (autorský zákon) v platném znění, je tato práce "Školním dílem". Využití této práce se řídí právním režimem autorského zákona. Citace povoluje Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně. Podmínkou externího využití této práce je uzavření "Licenční smlouvy" dle autorského zákona.

Seznam odborné literatury:

BREALEY, R. A., S. C. MYERS a F. ALLEN. Teorie a praxe firemních financí. 2. aktualizované vydání. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-802-6500-285.

GLADIŠ, D. Naučte se investovat. 2. rozšířené vydání Praha: Grada, 2005. ISBN 978-80-247-1205-5.

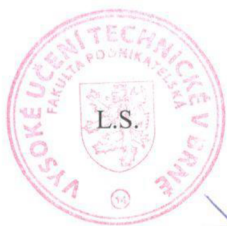
JÍLEK, J. Finanční trhy. 1. vydání Praha: Grada, 1997. ISBN 80-7169-453-3.

KISLINGEROVÁ, E. a J. HNILICA. Finanční analýza krok za krokem. 2. vydání Praha: C.H.Beck, 2008. ISBN 978-80-7179-713-5.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 3. rozšířené vydání Ostrava: KEY Publishing, s.r.o. 2011. ISBN 978-80-7418-128-3.

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2015/16.



doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.  
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.  
Děkan

V Brně, dne 30. 11. 2015

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zaměřuje na fundamentální akciovou analýzu vybraných evropských energetických společností. Pozornost je věnována globální, odvětvové a podnikové analýze, na základě jejichž výsledků je zpracované mezipodnikové srovnání. Práce by měla posloužit potenciálnímu investorovi při zvolení nejvhodnější investiční příležitosti z řad vybraných energetických společností.

## **Abstract**

The thesis is focused on fundamental stock analysis of selected European energy companies. The highest attention is paid to global, sectoral and company analysis. Following intercompany comparisons are based on the results from the listed analysis. The thesis is aimed to help potential investors to choose the most effective investment from various energy companies.

## **Klíčová slova**

Akcie, investice, fundamentální analýza, finanční analýza, energetika, dividenda, bodovací matice, Engie, EDF, E.ON, Iberdrola

## **Key words**

Stock, investment, fundamental analysis, financial analysis, utilities, dividend, scoring matrix, Engie, EDF, E.ON, Iberdrola

**Bibliografická citace**

SYSLOVÁ, K. *Fundamentální akciová analýza vybraných evropských energetických společností*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2016, 90 s.  
Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem jí samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/200 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 5. 1. 2016

.....

Bc. Kateřina Syslová

### **Poděkování**

Tímto bych ráda poděkovala panu prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za odborné vedení práce, vstřícný přístup a cenné rady při vypracování mé diplomové práce. Poděkování patří i celé mé rodině za podporu při studiu.

# OBSAH

1	ÚVOD .....	10
2	VYMEZENÍ CÍLE.....	12
3	METODOLOGIE .....	13
4	TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	14
4.1	Základní charakteristika investic.....	14
4.2	Základní rozdělení investic .....	14
4.2.1	Finanční investice .....	14
4.2.2	Reálné investice .....	14
4.3	Finanční trh .....	15
4.3.1	Výnosnost .....	16
4.3.2	Rizikovost .....	17
4.3.3	Likvidita.....	21
4.4	Akcie .....	21
4.4.1	Kmenové akcie .....	22
4.4.2	Prioritní akcie.....	22
4.5	Akciová společnost .....	22
4.6	Oceňování akcií.....	23
4.6.1	Metody oceňování akcií.....	23
4.7	Fundamentální analýza.....	25
4.7.1	Globální analýza .....	25
4.7.2	Odvětвовá analýza.....	28
4.7.3	Podniková analýza .....	30
4.7.4	Metody mezipodnikového srovnávání.....	42
5	GLOBÁLNÍ MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA .....	44
5.1	Reálný výstup ekonomiky .....	44
5.2	Úrokové sazby.....	46
5.3	Inflace.....	48
5.4	Závěr globální analýzy.....	49
6	ODVĚTVOVÁ ANALÝZA.....	51
6.1	Tržní struktura odvětví.....	51
6.2	Regulace v odvětví.....	52
6.3	Vývoj ceny elektřiny .....	52



6.4	Závěr odvětvové analýzy .....	53
7	PODNIKOVÁ ANALÝZA .....	55
7.1	ELECTRICITÉ DE FRANCE S.A. ....	55
7.1.1	Charakteristika podniku .....	55
7.1.2	Finanční analýzy .....	57
7.2	ENGIE.....	60
7.2.1	Charakteristika podniku .....	60
7.2.2	Finanční analýzy .....	62
7.3	E.ON.....	65
7.3.1	Charakteristika podniku .....	65
7.3.2	Finanční analýzy .....	67
7.4	IBERDROLA S.A.....	70
7.4.1	Charakteristika podniku .....	70
7.4.2	Finanční analýzy .....	72
8	MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ.....	75
8.1	Vybrané finanční ukazatele.....	75
8.2	Srovnávací matice .....	76
8.3	Metoda váženého podílu .....	77
8.4	Bodovací metoda při diferencovaných váhách .....	77
9	NÁVRH VLASTNÍHO INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ .....	78
10	ZÁVĚR .....	79
	Seznam použité literatury .....	81
	Seznam grafů .....	84
	Seznam obrázků.....	85
	Seznam tabulek .....	86
	Seznam použitých zkratk .....	87
	Seznam příloh .....	88

# 1 ÚVOD

Finanční trh v dnešní době nabízí širokou škálu možností, jak zhodnotit své úspory. Podle objemu volných prostředků a především podle snášenlivosti rizika si každý investor může volit vyhovující finanční instrumenty. Při vysoké averzi k riziku budou lidé upřednostňovat uložení volných prostředků do peněžních ústavů, jako jsou například banky, kde jim nehrozí téměř žádné riziko ztráty peněz a vklady bývají zpravidla do určité výše pojištěné. Při takto nízkém riziku však nemohou počítat s vysokými výnosy a většinou získají pravidelně připisované úroky, které však nepokryjí ani výši inflaci. Spoustu investorů láká vidina rychlého dosažení vysokých zisků, které nabízí investování do akciových titulů. V tomto případě se však jedná o rizikové investování s nejistým výsledkem zisku. Při zvolení rizikovějšího investování je velmi důležitá co nejpřesnější predikce budoucího vývoje trhu.

Pro širokou veřejnost, která se nezabývá detailně ekonomikou situací a finančními trhy a zároveň chce své peníze investovat do různě rizikových finančních instrumentů, se nabízí jako vhodná varianta investice do podílových fondů. Tyto fondy obsahují podle své investiční strategie různě rizikové cenné papíry, mezi které patří např. dluhopisy, akcie, pokladniční poukázky aj. a jsou spravovány investičními společnostmi. Úkolem investičního manažera je určování cenných papírů, jež budou v rámci fondu nakoupeny. V případě smíšených či akciových fondů je nutné dobře zvolit společnosti, do jejichž akcií bude investováno a dále je nezbytné neustále sledovat vývoj trhu, zda není vhodné akciové tituly vyměnit za jiné. Při výběru vhodných akcií, je zapotřebí hledat efektivní nástroje, které dokáží hodnotit ekonomickou situaci na úrovni globální, oborové i z pohledu jednotlivých akciových společností.

Nejpoužívanějším a nejvýznamnějším nástrojem je fundamentální analýza, která dokáže vyhodnotit všechny zmiňované úrovně. Společně s technickou a psychologickou analýzou tvoří pro investora základní pilíř informací, zda do daného akciového instrumentu investovat či nikoliv. Vzhledem k náročnosti vypracování a odlišnosti každé ze zmíněných analýz, si investoři zpravidla některou z nich oblíbí, kterou pak nejvíce využívají při zvažování nejvhodnější investiční příležitosti. Považuji však za téměř nezbytné, znát alespoň základy každé z analýz, neboť při vybrané investiční strategii na základě výborně vypracované fundamentální analýze hraje velkou roli i psychologické chování investiční veřejnosti a jejich reakce na zveřejněné zprávy ze světa finančních trhů.

Diplomová práce má pomoci investičnímu manažerovi při výběru vhodných akciových titulů do fondu, jehož statutem je investování do akcií v EUR, aby bylo zamezeno měnovému riziku.

## **2 VYMEZENÍ CÍLE**

Globálním cílem diplomové práce je vypracovat investiční doporučení pro investičního manažera spravujícího akciový podílový fond, který se chystá investovat do akcií energetických společností obchodovaných na evropských burzách.

Pro dosažení globálního cíle jsem si stanovila následující parciální cíle:

1. Analýza globálního ekonomického prostředí v Evropě.
2. Analýza energetického průmyslu v Evropě.
3. Podniková analýza vybraných energetických společností.
4. Mezipodnikové srovnání vybraných energetických společností.

### **3 METODOLOGIE**

Při hledání vhodné investiční varianty bude využita fundamentální akciová analýza, která bude použita pro analýzu vybraných evropských energetických společností. Globální analýza bude vypracována na základě komparace vybraných ekonomických ukazatelů a slovního hodnocení za použití statistických dat z Eurostatu, Stox.com, OECD a z internetových stránek evropské centrální banky. Při odvětvové analýze budou využita data z webových stránek Bloomerg, Eurostatu a EU-energetika. Při výpočtech finančních ukazatelů v podnikové analýze budou použité informace z výročních zpráv analyzovaných společností. U mezipodnikového srovnání bude aplikována metoda matematicko-statistických modelů, při které bude použita metoda váženého podílu a bodovací metoda při diferencovaných vahách. Při aplikování těchto metod využijí srovnávací matici. Veškeré grafy, tabulky a výpočty budou vypracovány v programu MS Excel. Na závěr budou syntetizovány dosažené výsledky, na jejichž základě bude vypracován investiční návrh.

## **4 TEORETICKÁ VÝCHODISKA**

### **4.1 Základní charakteristika investic**

Investování je všeobecně považováno za záměrné obětování určité současné hodnoty za účelem získání vyšší hodnoty, která však v sobě nese jistou míru rizika. Investice probíhají prostřednictvím nákupů různých investičních aktiv s předpokladem jejich dlouhodobé či krátkodobé držby. Investoři nakupují tato aktiva s očekáváním, že v budoucnosti navýší své stávající bohatství. Z nakoupených aktiv získají nárok na z nich plynoucí cash flow, nebo spekulují na zvýšení ceny aktiv a následný prodej jim vygeneruje zisk. (1, s. 46)

### **4.2 Základní rozdělení investic**

Investice je možné rozdělit do dvou základních skupin. První skupinou jsou investice reálné, druhou skupinu tvoří investice finanční. Je prokázáno, že ve vyspělých zemích převažují finanční investice, zatímco ve státech s nedokonalou rozvinutou ekonomikou převažují investice reálné.

#### **4.2.1 Finanční investice**

V případě finanční investic se prakticky vždy jedná o kombinaci vlastností peněz, majetkových aktiv a dluhových instrumentů. Mají charakteristiku majetkové, obvykle jen finanční transakce, uskutečněné mezi dvěma ekonomickými subjekty, která je zpravidla zobrazená na určité listině společně s jejími podmínkami. Osoba, která poskytne své disponibilní peněžní jednotky, získá právně uznatelný dokument, na jehož základě jí jsou následně zaručena určitá práva. Mezi tato práva patří například právo na navrácení majetku, právo na předem určenou peněžní odměnu, právo podílet se na zisku, který bude prostřednictvím dané finanční investice vytvořen, právo podílet se vlastnický na majetku osoby, které byly peníze půjčeny, právo rozhodovat nebo spolurozhodovat o způsobu konkrétního použití poskytnutých peněz, aj.

Právní dokumenty, které zaručují svému majiteli různá práva, jsou označovány jako cenné papíry. Investor, který poskytne své disponibilní peněžní prostředky, obdrží cenný papír jako doklad podle druhu finanční investice a práva, která z jeho držby vyplývají. (1, s. 47)

#### **4.2.2 Reálné investice**

Reálné investice jsou vždy vázané na konkrétní činnosti nebo předměty, které mají hmotný charakter. Mezi nejdůležitější reálné investice se obecně řadí především

investice do podnikání v oblasti výroby nebo služeb. Může se však jednat o investice do reálného majetku za účelem jeho dočasné držby a následného prodeje. V tom případě je řeč o investicích do nemovitostí nebo do movitých věcí trvalé hodnoty jako například uměleckých předmětů, drahých kovů a různých nerostných surovin. Zájem o reálné investice se zvyšuje hlavně v období hospodářské či politické nejistoty nebo v případě existence či očekávání vysoké míry inflace. (1, s. 48)

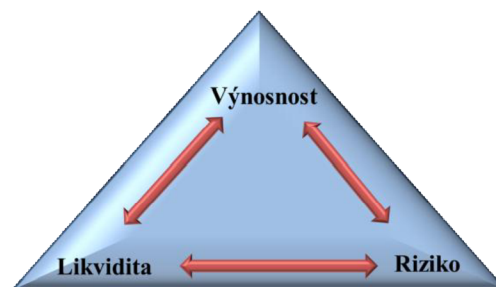
### 4.3 Finanční trh

Pokud chce investor své volné peněžní prostředky investovat na finančním trhu, musí počítat s nástrahami, které pro něj finanční trh představuje. Každou investici je nutné nejprve posoudit podle tří základních parametrů (tzv. trojúhelník):

- výnosnost
- rizikovost
- likvidita

Každému investorovi by samozřejmě nejvíce vyhovovala možnost investice do instrumentu, který bude nabízet nejvyšší výnosnost s nejnižším rizikem a nejvyšší likviditou. Trojúhelník zobrazující tyto tři parametry znázorňuje, že varianta výše popsaného ideálního instrumentu je nereálná, neboť dosažením nejlepšího výsledku u jednoho parametru má za následek zhoršení výsledku ostatních parametrů.

Obrázek 1: Magický trojúhelník



Zdroj:vlastní zpracování podle peníze.cz (11)

Na finančním trhu existuje důležité pravidlo a to vztah rizika a výnosnosti. „Protože ceny finančních nástrojů představují vlastně způsob ocenění budoucích peněžních toků, platí zásada, že čím jsou budoucí peněžní toky spojené s daným spořením či investicí rizikovější, tím spořitel či investor požaduje vyšší výnosnost.“ Závislost mezi rizikem a výnosností je často považována za lineární. (2, s. 378)

### 4.3.1 Výnosnost

Investor využívá různá kritéria pro hodnocení efektivnosti investičních projektů, která se určí podle druhu zamýšleného projektu. Výnosnost je kritériem hodnocení efektivnosti využívané v případě finančních investic, u kterých se očekává co nejvyšší zhodnocení vložených peněžních prostředků. *„Výnosnost finančních investic je investičním kritériem udávajícím míru zhodnocení peněžních prostředků vložených do určitého finančního investičního instrumentu (nebo investičního portfolia) za určité časové období“* (1, s. 149)

Výpočty výnosnosti investice se mohou provádět jako „ex post“ nebo „ex ante“. Hodnocení označované jako „ex post“ se provádí u již zrealizovaných či ukončených investic, kdy investor zpětně zjišťuje, jakým způsobem své vložené peníze zhodnotil. Hodnocení označované jako „ex ante“ se využívá pro zjištění „očekávané výnosnosti“ potenciální investice. Toto hodnocení investorovi určí, zda je nákup finančního aktiva výhodný nebo zda má radši investovat do alternativních investičních instrumentů. V praxi je větší důraz kladen na analýzy zaměřené do budoucna, které předpovídají očekávanou výnosnost investic.

Existuje mnoho způsobů, které mohou investoři využít při zjišťování hodnoty výnosnosti finančních investic. Z účelového hlediska bývají využívány dvě základní skupiny metod – statické a dynamické. Statické metody nezahnují hledisko působení faktoru čas. Proto jsou využívány pouze v případech krátkodobých investic zaměřené na nástroje peněžního trhu a to navíc většinou jen v okamžiku, kdy mají prováděné propočty výnosnosti investorovi sloužit pouze k předběžnému ekonomickému zhodnocení možných investičních variant. Anebo také pro případ velmi nízkých úrokových měř, které trvají po celou dobu životnosti investice. Dynamické metody výpočtu výnosnosti mají větší vypovídací schopnost, neboť uvažují i faktor času ve spojení s vyšší úrokové míry existující po dobu trvání investice na příslušném finančním trhu. Využívají se při dlouhodobých investicích, nebo pokud se rozhoduje o konečném výběru vhodného investičního instrumentu. Dále se mohou využít při ukončené investici, kterou je potřeba podrobně vyhodnotit. Výjimkou využití dynamické metody jsou krátkodobé investice prováděné na finančním trhu s vysokou úrokovou mírou doprovázené zpravidla vysokou mírou inflace.

Při výpočtech výnosnosti je třeba z ekonomického pohledu rozlišovat výnosy hrubé a čisté. Do čistých výnosů nejsou zahrnuty pořizovací náklady investice, ostatní náklady



spojené s držbou předmětných finančních instrumentů a daňové odvody vyplývající z výnosu investic. Hodnota hrubých výnosů je kalkulována se všemi zmíněnými náklady.

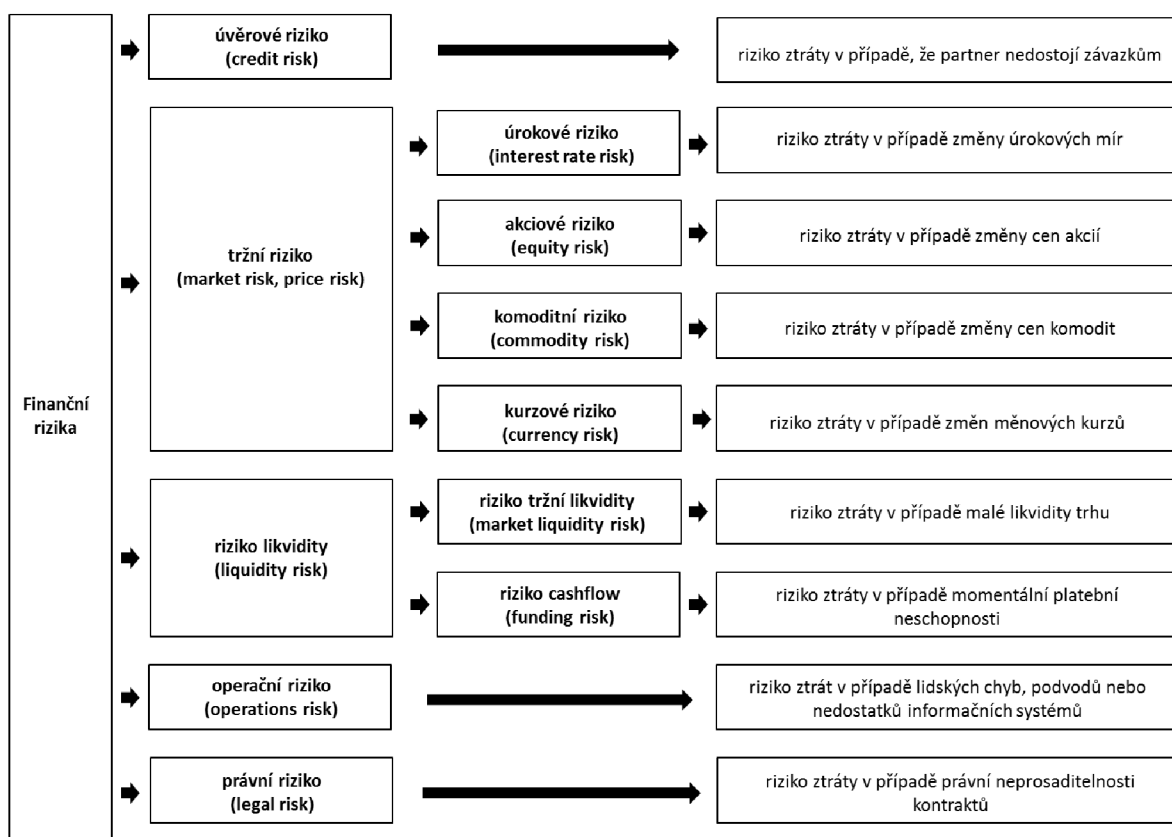
Výnosy rozdělujeme z hlediska podstaty jejich vzniku jako běžné či kapitálové, nezávisle na tom, zda se jedná o čisté či hrubé výnosy. **Běžné výnosy** jsou veškeré příjmy (cash flow), které plynou z držby předmětných finančních investičních instrumentů v daném období. Může se jednat např. o úroky z poskytnutých úvěrů, inkasované kuponové či jiné platby z dluhopisu, nebo o dividendy z vlastnictví akcií. Pro **kapitálové výnosy** je charakteristické, že vyplývají z obchodování finančních investičních instrumentů. Jedná se tedy především o cenné papíry. Celkový výnos je součtem veškerých příjmů získaných z příslušného investičního instrumentu bez ohledu na to, zda jde o příjmy běžné či kapitálové.

Míra celkového výnosu je poměr celkového výnosu získaného z finančního instrumentu za určité časové období a nákladů vynaložených na jeho pořízení. Vyjadřuje, kolik peněz investorovy vydělá jedna zainvestovaná koruna (resp. proinvestovaná peněžní jednotka). Hodnota míry celkového výnosu může být vyjádřena v relativním nebo procentním vyjádření. Pokud je vyjádřena v procentech, označuje se jako „výnosové procento“. (1, s. 149 - 152)

#### **4.3.2 Rizikovost**

Riziko v souvislosti s investicemi lze chápat jako nejistotu, že investice do investičního finančního instrumentu nevydělá investorovi očekávanou výnosnost. Každá investice je spojená s určitou mírou rizika. Na finančním trhu existuje označení „riziko ex ante“, což znamená, že každý investor vždy uvažuje o tzv. očekávaném riziku, se kterým ve svých plánech vždy kalkuluje. (1, s. 183) Riziku se nedá nikdy úplně vyhnout. V případě některých druhů rizik je však možné je přenést na jinou osobu nebo je alespoň trochu snížit. Následující obrázek zobrazuje klasifikaci finančních rizik. (3, s. 65)

Obrázek 2: Schéma finančních rizik



Zdroj: vlastní zpracování podle Jílek, J. *Finanční trhy*, s. 64

### Úvěrové riziko

Úvěrové riziko (credit risk) představuje pro držitele pohledávky riziko ztráty ze selhání dlužníka, že nedostojí svým závazkům podle podmínek kontraktu. Dále se jedná o riziko ztráty vzhledem k potenciálnímu zvýšení hodnoty závazku vůči dlužníkovi v případě úrokového nebo akciového nástroje v důsledku zlepšení finanční situace emitenta úrokového či akciového nástroje.

### Tržní riziko

Tržní riziko (market/price risk) představuje pro investora riziko finanční ztráty ze změn tržních cen jakožto změn hodnot finančních nástrojů následkem nepříznivých změn tržních podmínek. Mezi tyto změny patří nepříznivý vývoj úrokových měr, ceny akcií, ceny komodit nebo ceny měnového kurzu. Podle těchto změn rozdělujeme:

- úrokové riziko – nebezpečí změny cen nástrojů citlivých na úrokové míry
- akciové riziko – nebezpečí změny cen nástrojů citlivých na ceny akcií
- komoditní riziko – nebezpečí změny cen nástrojů citlivých na ceny komodit

- měnové (devizové) riziko – nebezpečí změny cen nástrojů citlivých na měnové kurzy

### **Likvidní riziko**

Riziko likvidity (liquidity risk) se dělí na dvě kategorie a to na riziko financování a riziko tržní likvidity.

- Riziko financování – představuje riziko ztráty v případě momentální platební neschopnosti, kdy si investor musí půjčit prostředky za vyšší úrokovou míru, aby mohl splnit své závazky.
- Riziko tržní likvidity – představuje riziko ztráty v případě malé likvidity trhu s finančními nástroji, která brání rychlé likvidaci pozic, což má za následek omezení přístupu k peněžním prostředkům

### **Operační riziko**

V případě operačního rizika (operational risk) jde o nediverzifikovatelné riziko, které pramení z lidských chyb, z výpadků informačních a přenosových systému nebo z možných podvodů účastníků na finančním trhu. Dělíme jej tedy do tří kategorií:

- Transakční riziko – zahrnuje ztráty způsobené v důsledku chyb v provedení operací, chyb vyplývajících ze složitosti produktů a neschopnosti současných systémů je provádět, chyb v zaúčtování obchodů, chyb ve vypořádání obchodů, nezáměrného poskytnutí nebo přijetí komodit a v neadekvátní právní dokumentaci.
  - Riziko operačního systému – představuje riziko ztráty z chyb v řízení aktivit ve front, middle a back office. Konkrétně jde o případy neidentifikovatelných obchodů nad limit, neautorizované obchodování jednotlivými obchodníky, podvodné operace, chybné zaúčtování a padělání, praní peněz aj.
  - Riziko systémů – je rizikem ztráty z chyb v systémech podpory, jako jsou např. chyby v počítačových programech, chyby v matematických vztazích modelů, nesprávné a opožděné podávání informací vedení, chyby při přenosu dat aj.
- (4, s. 67 – 73)

### **Právní riziko**

Právní riziko představuje nemožnost se právně domoci splnění dohodnutých podmínek v uzavřeném kontraktu. Toto riziko se týká především méně vyspělých zemí, ve kterých

mají nedokonalý právní systém, nebo v případě, kdy investor nezná dostatečně právní podmínky v zahraničí. (1, s. 185)

Kromě zmíněných rizik existuje na finančním trhu i spousta dalších jako jsou např. riziko změny úvěrového hodnocení (zhoršení možnosti získat peněžní prostředky za přijatelné náklady), reputační riziko (pokles reputace na trzích), daňové riziko (změna daňových zákonů), riziko událostí (přírodní katastrofy, války, krach finančního systému), regulační riziko (nemožnost splnit regulační opatření), riziko individuálních vlastností jednotlivých investičních nástroj aj.

Některá rizika lze snížit diverzifikací. Investor může snížit riziko tím, že své volné prostředky umístí do více podniků namísto toho, aby je investoval pouze do jedné společnosti. Dále je možné snížit riziko investování do více druhů odvětví či v různých zemích. Pokud investor nedisponuje velkým množstvím volných prostředků, může investovat do investičního fondu nebo do podílového fondu, který má již značně diverzifikované portfolio. Přestože finanční systém investorovi umožňuje diverzifikovat portfolia mnoha způsoby, všechny druhy rizik diverzifikovat nelze. (3, s. 66)

Určení rizikovosti finančních investic je možné prostřednictvím subjektivních odhadů nebo prostřednictvím objektivních metod, které se opírají o výsledky dlouhodobého sledování a využívají různé statistické charakteristiky. Subjektivní odhady využívají investoři v případech, kdy nedisponují dostatkem informací a vycházejí ze svých vlastních osobních zkušeností, z intuice nebo z pocitů založených na tzv. „zaručených zprávách“.

Pokud má investor dostatek vhodných statistických údajů, za které se považují různé dlouhodobé ekonomické ukazatele, může využít statistické nástroje. Při určování tzv. absolutní výše rizika se nejčastěji používá „rozptyl“ a „směrodatná odchylka“. Tyto ukazatele jsou nejvyžívanější především z toho důvodu, protože investorovi nestačí určit pouze očekávanou výnosnost potenciální investice, ale zároveň ho zajímá, jak se od ní mohou skutečně dosažené hodnoty výnosnosti odchýlovat. Směrodatná odchylka určuje pravděpodobné odchýlení se skutečné výnosnosti potenciální investice od její očekávané výnosnosti. Obecně platí, že čím je hodnota směrodatné odchylky větší, tím je větší i rizikovost dané investice. (1, s. 187)

### **4.3.3 Likvidita**

Likviditou rozumíme, jak rychle je možné přeměnit finanční instrument bezeztrátově zpět v hotové peníze. Za likvidní nástroje finančního trhu jsou považovány především cenné papíry, s kterými se obchoduje na veřejných, sekundárních a organizovaných trzích. Stupeň likvidity v tomto případě dále ovlivňuje velikost emise a kvalita burzovního trhu, na kterém je kótována. Většinou platí, že čím větší je emise cenných papírů, tím jsou považovány za likvidnější.

Za nejvýznamnější faktor ovlivňující likviditu je všeobecně považována změna agregátní poptávky, neboť ovlivňuje likviditu v podstatě všech finančních instrumentů obchodovaných na daném finančním trhu. Zvýšení agregátní poptávky je většinou hodnoceno pozitivně jako větší důvěra investorů v dobře se rozvíjející ekonomiku, což v sobě zahrnuje dobrý výhled na další hospodářský růst. V případě dlouhodobého poklesu agregátní poptávky může dojít i ke snížení likvidity cenných papírů. U cenných papírů obecně platí, že s poklesem likvidity klesá i jejich hodnota. Dále platí, že čím likvidnější bude jeden druh finančního instrumentu proti finančním nástrojům alternativním, tím více bude při jinak nezměněných podmínkách pro investory atraktivnější a tím více se bude zvyšovat poptávka po tomto instrumentu. (1, s. 191-192)

## **4.4 Akcie**

Akcie je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, se kterým jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se na řízení společnosti, jejím zisku a v případě rušení společnosti likvidací se podílí na likvidačním zůstatku (5)

Akcie jsou využívány ze dvou důvodů. Akciové společnosti jejich emisí a následným prodejem na primárním trhu získávají potřebné peněžní prostředky, které nemusí v budoucnu vracet. Pro majitele akcií představují potenciální výnosy - jednak běžné výnosy vyplývající z dividend a dále kapitálové výnosy vyplývající z přepokládaného růstu jejich tržních cen. Oproti dluhopisům jsou všeobecně považovány za výnosnější, proto přitahují větší zájem investorů. Výše těchto výnosů závisí především na hospodářských výsledcích, kterých akciová společnost dosahuje. (1, s. 212)

Na finančních trzích různých zemí existuje spousta druhů akcií, které se vzájemně liší různými vlastnostmi a právy, která svým vlastníkům přináší. Ve všech ekonomicky vyspělých zemích však bývají rozlišovány akcie kmenové (obyčejné) a akcie prioritní (preferenční).

#### **4.4.1 Kmenové akcie**

Majitelům kmenových akcií vyplývají z jejich držby tři základní práva:

- právo účastnit se valných hromad společnosti, překládat na nich návrhy a při hlasování uplatnit počet hlasů úměrný počtu držených akcií
- právo na odpovídající podíl za zisku vytvořeného akciovou společností
- právo na odpovídající podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti.

S vlastnictvím kmenových akcií jsou pro investory spojená i rizika, neboť zisky podniků nejsou zaručené a mohou také i poklesnout nebo může nastat situace, kdy společnost zbankrotuje. V takové případě jsou z dostupných aktiv nejprve zaplacen dluhy společnosti, následně je vyplacen podíl pro vlastníky prioritních akcií a zbytek se rozdělí v odpovídajícím poměru mezi držitele kmenových akcií, pokud vůbec nějaké peněžní prostředky ještě zbydou. (1, s. 213)

#### **4.4.2 Prioritní akcie**

Prioritní akcie kombinují standardní vlastnosti kmenových akcií a vlastnosti dluhopisů. Emitací prioritních akcií navyšuje akciová společnost svůj kapitál, čím získává peněžní prostředky, které nemusí v budoucnu vracet a zároveň se nemění stávající poměr hlasovacích práv. Jedná se tedy většinou o akcie bez hlasovacích práv. Svým majitelům nabízí výhody v podobě pravidelné výplaty předem určených dividend nezávisle na dosažené výši zisků (tzn. i v případě záporného hospodářského výsledku) a pokud dojde k likvidaci společnosti, mají akcionáři při vypořádávání závazků přednostní právo na podíl na likvidačním zůstatku. Pokud akciová společnost má finanční potíže a nevyplatí sjednané dividendy plynoucí z akcií, získají majitelé prioritních akcií zpravidla planá hlasovací práva, která jim zůstanou, dokud nebude rozhodnuto o vyplacení dividend nebo dokud vyplacení nebude uskutečněno. (1, s. 215-216)

#### **4.5 Akciová společnost**

Akciová společnost je z právního pohledu právnická osoba, kterou vlastní akcionáři. Jako právnická osoba uzavírá smlouvy, podniká, půjčuje si nebo půjčuje peníze, podává žaloby nebo je žalována. V případě porušení svých závazků, společnost odpovídá celým svým majetkem. Akcionáři mají omezené ručení, což je osvobozuje od zodpovědnosti za dluhy společnosti. Základní kapitál akciové společnosti je rozvržen na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě. V době založení nové akciové společnosti vlastní obvykle akcie pouze malý počet investorů, kterými často bývají manažeři společnosti a

pár dalších investorů. V takovém případě nejsou akcie veřejně obchodovatelné a společnost je uzavřená. Pokud se však společnost rozroste a chce získat další kapitál, emituje firma nové akcie, které již budou veřejně obchodovatelné na trzích, a společnost se nazývá veřejně obchodovatelná. (6, s. 41-42)

## **4.6 Oceňování akcií**

Pro oceňování akcií je možné použít různé druhy metod, všechny však poskytují pouze hrubou představu, jakou cenu by akcie mohla mít. Je to způsobeno tím, že každá metoda klade důraz pouze na některé faktory, které ovlivňují cenu akcie a v podstatě není ani možné, aby braly v úvahu veškeré faktory, které na výši ceny akcií působí. Dalším důvodem je fakt, že se významnost faktorů v čase mění. Předpovědět změnu cen akcií dříve než k ní dojde, je velmi obtížné. Pokud se však investorovy pověde odhalit okamžik takové změny, je to pro správná cesta k úspěšnému rozhodnutí ke koupi či prodeji akcií. (2, s. 85)

### **4.6.1 Metody oceňování akcií**

Pro oceňování akcií je možné použít tři metody – fundamentální, technickou a psychologickou analýzu. Fundamentální analýza využívá různé informace o společnosti včetně poměru P/E. Vychází především z informací ve výročních a čtvrtletních zprávách doplněné aktuálním děním ve společnosti a v potaz bere i makroekonomický vývoj v daném oboru. Technická analýza je založena na vývoji cen akcií v minulosti a objemu obchodování s akciemi. Psychologická analýza se zabývá odhadem budoucího chování lidí. Každý investor preferuje určitou metodu. Pokud by všichni investoři využívali stejnou strategii, mohl by klesnout její význam a stát se dokonce i zcela bezcennou. (2, s. 95)

### **Fundamentální analýza**

Fundamentální analýza je považována za nejkompexnější akciovou analýzu, kterou investoři v praxi používají při investičních rozhodování. Je založena na určení vnitřní hodnoty akcie, což lze definovat jako subjektivní názor investora na spravedlivý akciový kurz, jehož hodnota je ve velmi krátkém období považována za neměnnou a lze ji srovnat s aktuálním proměnným akciovým kurzem. Pokud je vnitřní hodnota akcie vyšší než její aktuální kurz, považuje ji investor za podhodnocenou. V opačném případě, kdy je vnitřní hodnota akcie nižší než její kurz, je považována za nadhodnocenou. (1, s. 219-220)

## **Technická analýza**

Techničtí analytici se snaží předvídat nabídku a poptávku po jednotlivých akcích pouze na základě dat, která obsahují minulé pohyby cen a objemy obchodů. Aby identifikovali různé trendy v chování trhu, podle kterých pak odhadují budoucí vývoj, využívají počítače, grafy, simulace a modely. Ve většině případů jde o krátkodobou analýzu, někteří techničtí analytici se však snaží i o předvídání dlouhodobých cyklů. (7, s. 76) Cílem technické analýzy je určení nejvhodnějšího okamžiku k provedení obchodů. Oproti fundamentální analýze, která odpovídá na otázku „co obchodovat“, technická analýza určuje „kdy obchodovat“. Při této analýze se předpokládá v podstatě stále stejné lidské chování, což se vyznačuje neustále se opakujícími reakcemi. Díky tomu analytici identifikují pomocí časových řad jednotlivé vývojové trendy, ze kterých následně určují budoucí vývoj akciových kurzů. (1, s. 282)

## **Psychologická analýza**

Psychologická analýza vychází z předpokladu, že emoce výrazně ovlivňují investiční rozhodnutí. Racionální úvahy jsou zatlačeny do pozadí kvůli touze po zisku, lakotě a hrabivosti. Budoucí vývoj akcí je ovlivněn investory, kteří jednají neracionálně, neboť na ně působí vlivy okolního světa a rozhodují se v určitém davu. Gustav Le Bon uvedl, že vlastnosti davu nejsou dány vlastnostmi jednotlivých členů, ale kvůli působení davu vznikají nové vlastnosti, tzv. kolektivní duše. Zatímco rozum jednotlivců ustupuje do pozadí, dav má stejné myšlenky, jednání a cítění. Povahové vlastnosti jednotlivců jsou potlačovány a snižuje se i jejich intelektuální schopnosti. Pouze silné osobnosti dokáží nepodlehnout davu. (2, s. 114)

Podle burziána Kostolanyho žádná z těchto metod nebude nikdy 100% spolehlivá, neboť pro výši ceny akcie neexistuje žádný kotvící bod oproti například dluhovým nástrojům. Často se stává situace, kdy nějaká velká finanční skupina chce získat většinu v nějaké společnosti. Kvůli tomu začne kupovat její akcie na burze ve velkém. Pokud se však dostane do bodu, kdy již další akcie nemůže získat a zároveň nevlastní tolik akcií, aby měla nad společností kontrolu, všechny doposud získané akcie odprodá. Na akcie to působí takovým způsobem, kdy nejprve cena akcie raketově vzroste a následně padá kolmo ke dnu. Pro nezasvěceného investora, který tento vzestup a pád sleduje, je to naprosto nepochopitelné dění. (8, s. 82)



## **4.7 Fundamentální analýza**

Základem fundamentální analýzy je hledání a analyzování faktorů, které ovlivňují vnitřní hodnotu akcií. Vnitřní hodnota akcie je každého individuální názor, neboť při určování vnitřní hodnoty akcie provádějí analytici různé výpočty, které se mohou lišit použitými metodami nebo individuálně dosazovanými hodnotami proměnných veličin z různých zdrojů, jimiž analytici disponují. Vzhledem k tomu, že jde o komplexní analýzu, zabývají se fundamentální analytici zkoumáním mnoha různých druhů faktorů a využívají různé analytické metody, které lze používat buď samostatně nebo kombinovaně. (1, s. 219 – 221)

Fundamentální analýza se z hlediska charakteru zkoumaných faktorů rozděluje na 3 typy:

- globální analýza
- odvětvová analýza
- podniková analýza

### **4.7.1 Globální analýza**

Globální nebo makroekonomická akciová analýza analyzuje ekonomiku jako celek a zkoumá vztahy mezi vývojem tzv. globálních, především makroekonomických agregátů a pohybem akciových kurzů. Z makroekonomického pohledu má na vývoj akciových trhů vliv celá řada faktorů, mezi které se řadí reálný výstup ekonomiky, fiskální politika, peněžní nabídka, úrokové sazby, inflace, příliv a odliv zahraničního kapitálu, kvalita investičního prostředí aj.

#### **Reálný výstup ekonomiky**

Akciové trhy silně ovlivňuje vývoj ekonomiky příslušného státu i celého světa, z čehož vyplývá, že reagují na probíhající hospodářské výkyvy. Z dlouhodobého hlediska kolísají akciové kurzy kolem rostoucího trendu způsobeného postupným růstem ekonomické úrovně příslušné ekonomiky. Ve střednědobém období však vazba na hospodářský cyklus není již tak pevná. Vzhledem k tomu, že se cena akcií odvíjí od očekávaných výsledků, často předbíhá vývoj akciových kurzů i o několik měsíců vývoj ekonomiky a tyto změny jsou následně považovány za indikátory dalšího ekonomického vývoje.

## **Fiskální politika**

Fiskální politika zahrnuje správu a řízení příjmů, výdajů a dluhů vlády daného státu. Na akcie má největší vliv především daně z příjmů (právnícké i fyzické) a dále výdajová politika vlády. Daně snižují dosažené zisky firem, což negativně ovlivňuje výši vyplácených dividend a omezuje další rozvoj společnosti. Získané dividendy i kapitálový příjem z rozdílu prodejní a nákupní ceny podléhají také danění, což má za následek snížení atraktivnosti akcií a jejich tržních cen. Vyšší daňové zatížení má tedy na kurzy akcií negativní vliv, zatímco daňové úlevy působí na ceny akcií pozitivně.

Výdajová politika vlády má na akciové kurzy pozitivní vliv, pokud vláda využívá peněžní prostředky pro nákup produktů a služeb příslušné akciové společnosti, neboť tím pomáhá dané společnosti v navýšení zisku. Naopak negativně působí vláda na vývoj akcií, pokud zvyšuje vládní deficit, který následně financuje emisí dluhopisů, neboť to postupně povede ke zvyšování úrokových sazeb.

## **Peněžní nabídka**

Peněžní nabídka se všeobecně považuje za jeden z nejvýznamnějších faktorů, který ovlivňuje vývoj na akciových trzích, což vysvětlují hned tři různé teorie.

- První teorie říká, že pokud centrální banka navýší peněžní nabídku při zachování konstantní poptávky po penězích, budou dodatečné peněžní prostředky investovány částečně i na akciových trzích. Vzhledem k tomu, že je nabídka akcií v krátkém období téměř fixní, dojde k růstu kurzů akcií. Tomuto přímému vlivu peněz na kurzy akcií se říká „efekt likvidity“.
- Druhá teorie předpokládá, že zvýšení peněžní nabídky motivuje investory ke koupi více dluhopisů, což má za následek vzrůst jejich tržní ceny. Kvůli tomu poklesne jejich výnosnost a investoři začnou mít zájem o alternativní aktiva, tedy o akcie. Zvýšení poptávky po akciích opět povede k růstu akciových kurzů.
- Třetí teorie vychází je založena na předpokladu, že následkem zvýšení peněžní nabídky poklesnou úrokové sazby, což podnítl společnosti k vyšší investiční aktivitě. Díky tomu se zvýší očekávané zisky firmy a v budoucnu i výše vyplácených dividend, což bude mít za následek vzestup kurzů akcií.

## **Úrokové sazby**

Obecně platí, že růst úrokových sazeb vede k poklesu cen akcií. To je možné vysvětlit třemi způsoby.

- Růst úrokových sazeb vede ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionářů. Kvůli tomu poklesne „vnitřní hodnota“ akcií, což se následně projeví v poklesu její tržní ceny.
- Se zvýšením úrokových sazeb rostou běžné výnosy z dluhopisů, což motivuje investory k jejich nákupu. Dokud nedojde k vytvoření nové rovnováhy ve výnosnosti mezi akciemi a dluhopisy, budou investoři nakupovat dluhopisy na úkor akcií.
- Při růstu úrokových sazeb dochází ke zvýšení nákladů firem na jejich externí financování. To omezí investiční aktivitu firem, sníží se očekávané budoucí zisky a následně poklesnou ceny akcií.

## **Inflace**

Akcie se považují za finanční instrumenty vhodné v případě očekávaného zvýšení míry inflace. Je to založeno na předpokladu růstu nominálního zisku a z toho plynoucích vyšších dividend a zároveň na předpokladu růstu akciových kurzů. Některé průzkumy však prokázaly, že to neplatí pokaždé. Například hypotéza daňového efektu vysvětluje, že při odepisování investičního majetku se odepisuje z pořizovacích cen, tudíž reálná hodnota odpisů vzhledem k inflaci klesá a roste daňové zatížení akciové společnosti. To má za následek pokles reálného zisku po zdanění, pokles reálných dividend a následný pokles tržních cen akcií. Podobné problémy způsobuje i oceňování zásob metodou FIFO, kdy dochází kvůli inflaci k podhodnocení nákladů nutných k pořízení nových zásob a nastávají stejné daňové důsledky jako u předchozího případu.

## **Příliv a odliv zahraničního kapitálu**

Finanční trhy jsou v dnešní době stále více liberalizované. Tato skutečnost vede k tomu, že především velcí investoři vyhledávají vhodné investice do akcií po celém světě a mohou svůj kapitál libovolně přesouvat z jedné země do druhé, což má velmi silný vliv na vývoj akciových kurzů. Příliv peněžním prostředků ze zahraničí má za následek růst akciových kurzů na tuzemském trhu a naopak odliv zahraničních prostředků způsobí pokles na daném trhu. Vzhledem k tomu, že se v současné době akcie velkých společností obchodují zároveň na více světových burzách, způsobí jejich vzestupu na

jednou trhu následně i vzestupy na všech ostatních trzích, na kterých se s nimi obchoduje.

### **Kvalita investičního prostředí**

Kvalitu investičního prostředí souvisí s celkovou vyspělostí země a ovlivňuje ji především transparentnost, bezpečnost a stabilita finančního trhu. Pokud jsou vyjmenované podmínky dobře splněny, vzbuzuje daný trh na potenciální investory důvěru a podnět pro realizaci zamýšlených investic. Mezi faktory podílející se na kvalitě investičního prostředí patří: schodky a nerovnováha, cenové regulace a černý trh, ekonomické a politické šoky, korupce, hospodářská kriminalita a právní systém. (1, s. 222-225)

#### **4.7.2 Odvětvová analýza**

Každé odvětví, obor či podobor může reagovat s různou citlivostí na celkový vývoj ekonomiky. Jsou u nich různé míry zisku, odlišné regulace státem a rozdílné perspektivy jejich dalšího rozvoje. Z tohoto důvodu se provádí odvětvová (oborová) analýza. V první řadě se zaměřuje na identifikaci charakteristických znaků jednotlivých odvětví či oborů. Mezi nejvýznamnější faktory se řadí:

- citlivost odvětví na hospodářský cyklus
- tržní struktura odvětví
- způsoby státní regulace v odvětví
- perspektivy budoucího vývoje odvětví.

#### **Citlivost odvětví na hospodářský cyklus**

Jednotlivé odvětví jsou různě citlivá na vývoj ekonomiky, tedy zda-li se ekonomika nachází v období expanze nebo recese. Podle citlivosti na hospodářský cyklus dělíme odvětví na cyklická, neutrální a anticyklická.

##### Cyklická odvětví

Většina společností spadá do cyklického odvětví, pro které jsou typické velmi dobré hospodářské výsledky v období expanze, zatímco recese má na ně negativní dopad. Společnosti v cyklickém odvětví produkují takové výrobky a služby, jejichž nákup může kupující odložit na příznivější dobu. Můžeme sem zařadit například stavebnictví, strojírenství, elektrotechniku apod.

### Neutrální odvětví

Společnosti v neutrálních odvětvích hospodářský cyklus příliš neovlivňuje, neboť produkují nezbytné statky, jejichž koupi nelze dlouhodobě odkládat. Konkrétně se jedná o produkty a služby s nízkou cenovou elasticitou. Do této skupiny odvětví se řadí farmaceutické a potravinářské firmy, výrobci alkoholu, cigaret apod.

### Anticyklická odvětví

Jak již název napovídá, do této skupiny spadají odvětví vykazující velmi dobré hospodářské výsledky v období recese a naopak má na ně horší vliv období expanze. Jedná se spíše o některé obory či podobory než o celá odvětví. Do této skupiny patří produkce tzv. „Giffenova zboží“, což je označení pro zboží a služby kupovaná v období nouze. Může jít např. o chleba, brambory apod.

### **Tržní struktura odvětví**

Ideální model tržní struktury je dokonalá konkurence. Při této struktuře musejí být dodrženy všechny podmínky, jako je např. dokonalá informovanost, homogenní produkt, velký počet prodávajících aj. což je v reálném světě téměř nemožné. V praxi se setkáváme s tržní strukturou monopolní, oligopolní nebo konkurenční. Typ struktury má významný vliv na prognózování tržeb hospodářských výsledků, protože je nezbytné sledovat, do jaké tržní struktury dané odvětví spadá.

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

Pokud je vládní regulace prováděna může mít různé podoby. Jednou z regulací je určování tzv. maximálních cen, což ovlivňuje ziskovou marži firem a má negativní vliv na tržní ceny jejich akcií. Zároveň však pozitivně ovlivňuje nižší kolísavost zisků, což někteří investoři považují za méně rizikové. Regulace, která pozitivně působí na cenu akcií a podporuje jejich růst, je omezení vstupu do některého odvětví (například formou udělování licenčních podmínek), což chrání působící firmy před konkurencí. Mezi další pozitivně působící regulace patří dotace a subvence. Naopak negativně na akcie působí takové regulace, které pro firmu představují dodatečné náklady, což může být spojeno s ochranou životního prostředí, uvalování sankcí atp.

### **Perspektivy budoucího vývoje odvětví**

Mezi základní prvky úspěšné investiční strategie patří volba dlouhodobě růstového odvětví. Investoři by měli vycházet nejen z minulých výsledků, ale i z možných variant

dalšího vývoje společnosti, které jsou ovlivněny mj. inovačními procesy a vědeckotechnickým rozvojem. U odvětví je tedy nutné rozlišovat, zda se dají považovat v budoucnu za rozvojová nebo naopak útlumová. (1, s. 227-228)

### **4.7.3 Podniková analýza**

Podniková analýza podrobně zkoumá konkrétní akciové společnosti a vlastnosti jejich akcií.

#### **Analýza jednotlivých akciových společností**

Emisi akcií je možné považovat za kvalitní, pokud emitent dlouhodobě vytváří zisk. Proto je nutné při hodnocení akcií hodnotit i kvalitu jejich emitenta a to především podle dlouhodobých hospodářských výsledků a podle očekávaného budoucího vývoje společnosti. Při analýze společnosti investoři vytváří komplexní analýzu skládající se ze tří na sebe navazujících částí: retrospektivní analýza, analýza současné ekonomické situace podniku, perspektivní (výhledová analýza)

#### Retrospektivní analýza

Jde o úvodní část komplexní podnikové analýzy, která se zabývá zkoumáním nejvýznamnějších vývojových etap podniku. Zjišťuje vývoj podnikové struktury, dlouhodobě dispoziční finanční prostředky, dlouhodobý vývoj výnosů, výrobní programy, významné změny vlastníků a dlouhodobý vývoj celé řady dalších finančních ukazatelů. Jejich výzkum slouží mimo jiné i pro mezipodnikové porovnání, resp. Pro vyhodnocení postavení podniku v rámci daného odvětví. Provedení retrospektivní analýzy je základem pro vypracování perspektivní analýzy, která vychází z minulých vývojových trendů, které aproximují do budoucnosti.

#### Analýza současné ekonomické situace podniku

Druhá část podnikové analýzy se zabývá současnou situací podniku a analyzuje současné hospodářské výsledky a všechny ukazatele, které s nimi souvisejí. V některých případech bývá analýza současné ekonomické situace podniku jedinou prováděnou analýzou a to zejména pokud se jedná o krátkodobé investiční strategie nebo investice drobných investorů.

#### Perspektivní analýza

Závěrečná část podnikové analýzy se zaměřuje na budoucí vývoj a perspektivu podniku v rámci příslušného odvětví či oboru. Zároveň však bere v úvahu i předpokládaný vývoj

celé ekonomiky, jejíž součástí je podnik. Důležitou součástí této analýzy je tedy i předpověď makroekonomických faktorů, a to především úrokových sazeb, míry inflace, měnových relací, daňové zátížení aj. (1, s. 229-230)

### **Analýza vlastností jednotlivých emisí akcií**

Velké akciové společnosti mají základní kapitál často tvořen více emisemi akcií, které mohou kromě kmenových akcií obsahovat i akcie prioritní. Je tedy nutné analyzovat v první řadě práva, která jsou s jednotlivými emisemi akcií spojena a mohou se u různých druhů akcií lišit. Dále je třeba zkoumat likviditu, která souvisí s velikostí emitenta a s velikostí emisí akcií. Při analyzování emisí akcií se přihlíží k tomu, zda jde o veřejně obchodovatelné akcie, na jak prestižní burze se obchodují a jak jsou velké objemy uzavíraných obchodů.

Kompletní fundamentální analýza podniku je velmi složitý proces zkoumání využívající různé způsoby a různé analytické metody, což je spojené s vyššími finanční nákladovostí. Z toho důvodu bývá prováděna především velkými institucionálními investory či ratingovými firmami, zatímco drobní investoři se spokojují s veřejně dostupným investičními doporučením renomovaných finančních institucí nebo pouze s analýzou současné ekonomické situace příslušné akciové společnosti. (1, s. 230)

Mezi analytické metody využívané při fundamentální analýzy podniku patří:

- dividendové diskontní modely
- ziskové modely
- bilanční modely
- finanční analýza podniku
- bonitní modely
- bankrotní modely
- metody mezipodnikového srovnání

### **Dividendové diskontní modely**

Dividendové diskontní modely patří mezi nepoužívanější metody při určování vnitřních hodnot akcií. „*Jsou založeny na principu diskontování očekávaných „cash flow“ plynoucích z akcií (dividend) na jejich současnou hodnotu, což jinými slovy znamená, že vnitřní (teoretickou) hodnotu akcie se rozumí její současná hodnota*“ (1, s. 231)

Současná hodnota akcie (vnitřní hodnota) se vypočítá jako součet současných hodnot budoucích dividend po dobu držby n-let a současné hodnoty její předpokládané prodejní ceny v n-tém období.

$$VH_A = \frac{D_1}{(1+r_d)} + \frac{D_2}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{D_n + C_n}{(1+r_d)^n}$$

kde:  $VH_A$  – vnitřní hodnota akcie

$D_{(1,2, \dots, n)}$  – očekávaná dividenda v jednotlivých letech držby akcie

$C_{(1, 2, \dots, n)}$  – očekávaná tržní cena (kurz) akcie na konci jednotlivých let její držby

$r_d$  – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

$n$  – počet let trvání investice

Pokud je výsledná současná hodnota akcie vyšší než aktuální tržní cena akcie, je pro investora výhodné investici provést. V opačném případě, kdy je současná hodnota akcie nižší než cena akce, investor nebude mít o nákup akcií zájem, neboť by pro něj mohla být prodělečná.

Uvedený vzorec předpokládá, že budeme v každém roce po dobu držby akcie znát konkrétní výši dividendy. Podle předpokladu budoucí výše dividendy můžeme rozlišovat dividendové modely s nulovým růstem dividendy, konstantním růstem či složeným růstem.

Pro výpočet současné (vnitřní) hodnoty akcie s konstantní mírou růstu očekávaných dividend po celou dobu držby akcie lze použít vzorec pro jednostupňové dividendové diskontní modely s konstantním růstem (poklesem):

$$VH_A = \frac{D_0 + (1+g)}{(1+r_d)} + \frac{D_0 + (1+g)^2}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{D_0 + (1+g)^n + C_n}{(1+r_d)^n}$$

kde:  $VH_A$  – vnitřní hodnota akcie

$D_0$  – dividenda v základním (výchozím) roce

$g$  – konstantní míra ročního růstu dividend

$C_{(1, 2, \dots, n)}$  – očekávaná tržní cena (kurz) akcie na konci jednotlivých let její držby

$r_d$  – požadovaná konstantní míra výnosu (diskontní míra)

$n$  – počet let trvání investice



Vícestupňové (lineární) dividendové diskontní modely jsou zpravidla modifikací výše uvedené rovnice a s přibývajícím počtem stupně nabývá na složitosti její konstrukce a přibývá počet proměnných. Vzhledem k tomu, že se jedná o složitější modely, mohou lépe zohlednit životní cyklus podniku, který se v určitých etapách může významně měnit. (1, s. 231 - 238)

### Ziskové modely

Ziskové modely vycházejí z velikosti očekávaného zisku akciového emitenta připadajícího na předmětnou (kmenovou) akcii a vychází z konstrukce poměrového ukazatele P/E (price-earnings ratio). Oproti dividendovým diskontním modelům se ziskové modely zaměřují na kratší investiční horizont a to zpravidla do tří let.

Většina ziskových modelů byla vytvořena modifikací dividendových diskontních modelů, z čehož plynou i podobné konstrukční předpoklady a jsou zde varianty modelů s nulovým růstem, jednostupňové modely s konstantním růstem a vícestupňové modely složeného růstu.

Vnitřní hodnota akce se vypočítá jako součin aktuálního zisku připadajícího na akcii ve výchozím roce a tzv. prognózovaného „price-earnings ratio“ :

$$VH_A = E_0 * \frac{VP_1}{(1 + r_d)} + \frac{VP_2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{VP_n}{(1 + r_d)^n}$$

(P/E)<sub>P</sub>

kde:  $VH_A$  – vnitřní hodnota akcie

$E_{(t=0, 1, \dots, n)}$  – čistý zisk připadající na akcii v jednotlivých letech

$VP_{(t=0, 1, \dots, n)}$  –dividendový výplatní poměr v jednotlivých letech

$r_d$  – požadovaná (konstantní) míra výnosu (diskontní míra)

$n$  – počet let trvání investice

Dividendový výplatní poměr  $VP_{(t)}$  představuje podíl roční dividendy v jednotlivých letech ( $D_t$ ) a čistého ročního zisku připadajícího na akcii v jednotlivých letech ( $E_t$ ). Prognózované price earning má v čitateli vnitřní hodnotu akcie namísto obvykle používané tržní ceny. (1, s.240 – 246)

## **Bilanční modely**

Bilanční modely vycházejí z údajů z rozvahy společnosti a oceňují jednotlivé složky aktiv a pasiv. Mají za cíl ocenit podnik a zároveň určit vnitřní hodnotu jeho kmenových akcií. Bilanční metody se člení podle přístupu k určování vnitřních hodnoty akci podle různých veličin, ze kterých vycházejí. Mezi tyto veličiny patří:

- nominální hodnota akcie
- účetní hodnota akcie
- substanční hodnota akcie
- substanční hodnota akcie
- likvidační hodnota akcie
- reprodukční hodnota akcie
- substituční hodnota akcie

Společnou výhodou těchto modelů je poměrně snadná dostupnost potřebných vstupních údajů a jednoduchost výpočtu. Naopak za jejich nevýhodu se považuje oceňování aktiv podniku na základě účetních údajů a ne na základě jejich tržní hodnoty. (1, s. 246 - 247)

## **Finanční analýza podniku**

Finanční analýza je považována za nejvýznamnější fundamentální podnikovou analýzu. Využívá historická data podniku, pomocí nichž na základě různých výpočtů dokáže poznat vývojové trendy podniku a dále jeho silné a slabé stránky. Při finanční analýze využívají analytici interní či externí vstupní data. Interní data vyplývají z výkazů finančního účetnictví, z vnitropodnikového účetnictví (výroční a auditorské zprávy), z podnikové statistiky, z vnitřních směrnic, zpráv a odhadů managementu apod. Externí data zahrnují informace z vnějšího ekonomického prostředí podniku, což zahrnuje data ze státní statistiky, z burz, z analýz různých institucí, z odborného tisku aj. Za nejdůležitější vstupní data se považují údaje z rozvahy a z výkazu zisku a ztrát.

Mezi využívané metody finanční analýzy podniku patří:

- vertikální analýza
- horizontální analýza
- analýza poměrových ukazatelů
- bonitní modely
- bankrotní modely

- modely mezipodnikového srovnávání

Při použití těchto metod nelze přímo určit vnitřní hodnoty akcií, ale umožňují predikovat očekávanou výnosnost či rizikovost analyzovaných společností.

### **Vertikální analýza**

Vertikální analýza se zabývá „procentním rozborem“ absolutních ukazatelů stavových a tokových. Určuje velikost podílů jednotlivých položek rozvahy vůči celkovým aktivům, pasivům i vůči celkovým výnosům v procentním vyjádření. Vertikální analýza se využívá při srovnávání údajů sledovaného podniku v delším časovém horizontu nebo při vzájemné srovnávání více společností s podobným zaměřením.

### **Horizontální analýza**

V horizontální analýze, která bývá často označována jako analýza trendů, se sledují trendy v rozvaze a výsledovce společnosti, kvantifikují se změny jednotlivých účetních položek v čase a sledují se změny váhy jednotlivých položek v celkovém kontextu. Porovnává absolutní i relativní ukazatele a její výsledky jsou prezentovány ve formě indexů nebo diference (rozdílu). Aby bylo možné tuto analýzu použít v praxi, musí být k dispozici dostatečně dlouhé časové řady sledovaných údajů a jejich vzájemná srovnatelnost.

### **Analýza poměrových ukazatelů**

Investoři využívající tuto analýzu počítají podíly vybraných účetních položek z finančních výkazů, mezi kterými jsou vhodné souvislosti, aby získali hodnoty účelově vytvářených finančních poměrových ukazatelů. Tyto ukazatele lze rozdělit podle jednotlivých oblastí finančního hospodaření podniku do následujících základních skupin:

- ukazatele rentability
- ukazatele zadluženosti
- ukazatele likvidity
- ukazatele aktivity
- ukazatele tržní hodnoty podniku

Mezi nejvýznamnější hlediska hodnocení podniku patří finanční stabilita, výnosnost a kapitálový potenciál. Finanční stabilita podniku vypovídá o bezpečnosti akcií z hlediska rizika případného vzniku insolvence jejich emitenta a zkoumá se v krátkém časovém

období ukazateli likvidity a dlouhém období ukazateli zadluženosti. Výnosnost podniku informuje o efektivnosti jeho podnikatelské činnosti (např. o předpokládaných výnosech) a zkoumá se pomocí ukazatelů rentability a aktivity. Kapitálový potenciál podniku, který využívá i některé mimoúčetní údaje (např. burzy), informuje o tržní hodnotě podniku a analyzuje se pomocí ukazatelů tržní hodnoty podniku.

#### Ukazatele rentability

Ukazatele rentability patří mezi nejsledovanější poměrové ukazatele. Podávají informaci o efektu dosaženým vloženým kapitálem, tzn. že měří úspěšnost podniku porovnáním jeho zisku s ukazateli, které vypovídají o prostředcích vynaložených na jeho dosažení. (9, s. 31) Ukazatele rentability jsou rovněž využitelné při určování vnitřních hodnot akcií, neboť informují o schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosazovat zisku. Rovnice ukazatelů obsahuje v čitateli různá vyjádření zisku, mezi která patří čistý zisk po zdanění EAT, výsledek hospodaření před zdaněním EBT a zisk před nákladovými úroky a zdaněním EBIT. Za nejvýznamnější ukazatele rentability jsou považovány ROA a ROE.

- Rentabilita celkových aktiv

ROA vyjadřuje čistou výnosnost celkových aktiv podniku. Čím je jeho hodnota vyšší, tím je příznivější hospodářská situace společnosti.

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Celková aktiva}} \quad \text{nebo} \quad ROA = \frac{EBIT}{\text{Celková aktiva}}$$

Variantu s čistým ziskem (po zdanění) používají především portfoliové investoři, kteří chtějí porovnat akcie společností z různých zemí, zatímco druhá varianta je zaměřena na kvalitu řízení podniku a je využívána při komplexní fundamentální analýze, kdy investor zvažuje přímou investici s cílem získání majoritního podílu v podniku.

- Rentabilita vlastního kapitálu

Tento ukazatel vyjadřuje, kolik peněžních jednotek čistého zisku (EAT) připadá na jednu peněžní jednotku vloženou do společnosti jejími vlastníky.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Hodnota ROE by neměla být nižší než je výnosnost státních dluhopisu neboli úroveň bezrizikové úrokové míry na příslušném finančním trhu. Zároveň by mělo platit, že  $ROE > ROA$ . (1, s. 249 - 255)

- Rentabilita tržeb

Ukazatel ROS vyjadřuje, jak velká část tržeb podniku zůstane jako zisk. Jedná se tedy o efektivnost podniku, které ve sledovaném období dosáhla.

$$ROS = \frac{EBIT}{Tržby}$$

Pokud by byla hodnota výrazně nižší, než je oborový průměr, značí to prodej produktů či služeb buď za nízké ceny, nebo s příliš vysokými náklady. (10, s. 13)

### Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti hodnotí vztah mezi cizími a vlastními zdroji podniku, zjišťují původ zdrojů pro financování podniku, a jak je podnik zadlužen. Míra zadluženosti vypovídá o náročnosti získání dodatečných cizích zdrojů. Čím je míra zadluženosti vyšší, tím je pro podnik náročnější a dražší získání externích zdrojů, neboť zadluženost společnosti může mít vliv na její likviditu a celkovou hospodářskou situaci. Zároveň s rostoucí mírou zadluženosti roste i investory požadovaná prémie za riziko a celková výnosnost, což snižuje vnitřní hodnotu akcií.

- Celková zadluženost

Ukazatel celkové zadluženosti vyjadřuje poměr mezi celkovými dluhy a celkovými aktivy podniku. Měří tedy rozsah užívání cizích zdrojů při financování podniku.

$$Celková\ zadluženost = \frac{Cizí\ kapitál}{Celková\ aktiva}$$

Všeobecně platí, že se zadluženost považuje za průměrnou, pokud se hodnota celkové zadluženosti nachází v rozmezí 0,30 – 0,50. Následující rozmezí 0,50 – 0,70 značí vyšší stupeň zadluženosti a vyšší hodnoty než 0,70 jsou považovány za rizikové. Pokud cizí kapitál převyšuje hodnotu celkových aktiv, tzn. celková zadluženost má hodnotu vyšší než 1, pak se jedná o „předlužený podnik“.

- Zadluženost vlastního kapitálu

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu udává poměr mezi cizími zdroji a vlastním kapitálem podniku. S vyšší hodnotou tohoto ukazatele se zvyšuje riziko neschopnosti podniku splácet své dluhy.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Hodnota ukazatele by obecně neměla být vyšší než 0,7.

- Míra samofinancování

Ukazatel míry samofinancování poměří vlastní kapitál podniku s jeho celkovými aktivy.

$$\text{Míra samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

Hodnota ukazatele by se měla pohybovat okolo 0,5.

- Úrokové krytí

Ukazatel úrokového krytí vyjadřuje, kolikrát zisk před odpočtem úroků a zdaněním pokrývá úrokové náklady společnosti.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Úrokové náklady}}$$

U zdravých společností se hodnota ukazatele pohybuje zpravidla v rozmezí 6 – 8. Při poklesu pod 4 byli být investoři značně obezřetní a při poklesu pod hodnotu 2 lze situaci podniku označit za kritickou. (1, s. 255 – 256)

#### Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity zjišťují schopnost podniku splácet své závazky. Oproti ukazatelům zadluženosti jsou pro investory méně významné a přihlížejí k nim především při krátkodobých investičních strategiích.

- Celková likvidita

Ukazatel celkové likvidity vyjadřuje poměr oběžných aktiv podniku k jeho krátkodobým závazkům a informuje o platební schopnosti podniku v krátkém časovém období, neboli o krátkodobé solventnosti podniku.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Výsledná hodnota informuje o tom, kolikrát je společnost schopna uspokojit své věřitele, pokud by v daném okamžiku proměnila v hotovost veškerá svá oběžná aktiva. Tím nižší je hodnota ukazatele, tím větší nebezpečí platební neschopnosti dané firmě hrozí. Ideální hodnota pro zdravou společnost je 2,5. Pokud je hodnota nižší než 1, používá podnik k financování dlouhodobého majetku krátkodobé zdroje a tím pádem nemá dostatek zdrojů pro vyrovnání splatných závazků. Tento ukazatel není vhodný pro meziodvětvové srovnání, neboť jeho hodnoty mohou být velmi rozdílné.

- Pohotová likvidita

Ukazatel pohotové likvidity („rychlý test“) nezahrnuje do oběžných aktiv zásoby, protože jejich likvidace může být značně ztrátová.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Hodnota ukazatele by se měla v ideální případě pohybovat v rozmezí 1,0 – 1,5.

- Okamžitá likvidita

Ukazatel okamžité likvidity („hotovostní poměr“) měří pokrytí krátkodobých závazků podniku jeho krátkodobým finančním majetkem, který je tvořen především disponibilními peněžními prostředky a obchodovatelnými cennými papíry.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Hodnota ukazatele by měla ideálně pohybovat okolo 0,5, nicméně je dobrým znamením, když je alespoň vyšší než 0,2. (1, s.256 – 258)

### Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují o tom, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Pokud má podnik málo aktiv, připravuje se o možné tržby kvůli nedostatečné výrobní kapacitě. Zatímco pokud má podniky příliš moc aktiv, musí za ně platit zbytečně vysoké náklady. Největší význam mají tyto ukazatelé především pro majoritní akcionáře podniku a to k hodnocení managementu a k dalším informacím spojenými s řízením společnosti.

- Obrat celkových aktiv

Ukazatel obratu celkových aktiv sleduje, jak efektivně využívá podniky veškerá svá aktiva a je nejkompexnějším ukazatelem aktivity.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}}$$

Průměrné hodnoty by se měli pohybovat v rozmezí 1,6 – 2,9.

- Obrat stálých aktiv

Ukazatel obratu stálých aktiv zkoumá efektivnost využívání strojů, zařízení, budov a ostatních stálých aktiv podniku. Využívá se hlavně při plánování čistých investic podniku.

$$\text{Obrat stálých aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Stálá aktiva v zůstatkových cenách}}$$

Hodnota ukazatele by neměla být nižší než hodnota celého odvětvového průměru, neboť by pak podnik nevyužíval dostatečně své kapacity. (1, s. 258 – 259)

### Ukazatele tržní hodnoty

Ukazatele tržní hodnoty vyjadřují, jak investoři hodnotí podnikatelskou činnost společnosti a to z pohledu hodnocení dosavadní výsledků i hodnocení předpokládané úspěšnosti budoucího podnikání. Tyto ukazatele vychází z účetních i mimoúčetních údajů, které jsou dostupné pouze na akciových burzách. Jejich hodnoty jsou závislé na všech již zmíněných ukazatelích.

- Čistý zisk na akcii

Ukazatel čistého zisku na akcii je všeobecně považovaný za klíčový ukazatel, který vyjadřuje velikost čistého zisku připadajícího na jednu akcii. Často bývá označován jako „rentabilita akcie“.

$$EPS = \frac{EAT - \text{Dividendy připadající na prioritní akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

- „Price earnings ratio“

Ukazatel „Price earnings ratio“ je jeden z nejvýznamnějších a nejsledovanějších poměrových ukazatelů. Jedná se o poměr aktuální tržní ceny kmenové akcie a



posledního zveřejněného čistého zisku příslušné akciové společnosti, který na ni po odpočtu vyplacených dividend držitelům prioritních akcií připadá.

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{EPS}$$

Tento ukazatel určuje, kolik peněžních jednotek jsou investoři ochotní obětovat za jednu peněžní jednotku ročního zisku, který připadá na danou akcii. Přestože bývá ukazatel P/E uváděný u výsledků burzovního obchodování, jen vhodné zachovat při jeho používání určitou opatrnost, neboť ho mohou zkreslovat některé faktory, jako jsou použité účetní metody ve společnosti, jednorázové obchodní a finanční operace či aktuálnost dosazovaných údajů. Všeobecně vyhovující hodnota ukazatele P/E je v rozmezí 8 – 12, ale může být až do 15.

- Zisková výnosnost

Ukazatel ziskové výnosnosti vyjadřuje ziskovost vloženého kapitálu investora. Bývá nazýván „rentabilitou tržní ceny akcie“.

$$E/P = \frac{EPS}{\text{Tržní cena akcie}}$$

- Dividenda na akcii

Jedná se o základní dividendový ukazatel, který vyjadřuje výši vyplacené dividendy připadající na kmenovou akcii

$$DPS = \frac{\text{Úhrn dividend připadajících na kmenové akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

- Účetní hodnota akcie

Ukazatel BV vyjadřuje hodnotu vlastního kapitálu (všechna aktiva podniku, od kterých jsou odečteny veškeré dluhy) připadajícího na jednu akcii.

$$BV = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

Hodnota tohoto ukazatele postupně roste u prosperujících podniků.

- Poměr tržní ceny a účetní hodnoty akcie

Tento ukazatel vyjadřuje poměr mezi tržní cenou a její účetní hodnotou.

$$P/BV = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{BV}$$

Hodnota tohoto ukazatele je u dobře prosperujících společností větší než 1. Nemusí to však platit v době, kdy dochází k dočasným extrémním poklesům kurzů akcií. Pokud je hodnota nižší než 1, může hrozit „nepřátelské“ převzetí firmy. (1, s. 259 - 264)

#### 4.7.4 Metody mezipodnikového srovnávání

Mezipodnikové srovnání slouží ke komparaci souběžně analyzovaných akcií různých společností, u kterých investor zvažuje jejich koupi. Vzájemné srovnání společností však není jednoduchou záležitostí, neboť je potřeba věnovat pozornost několika různým hlediskám. Při komparaci podniků je nutné porovnávat několik poměrových ukazatelů a dále je třeba přihlídnout ke srovnatelnosti navzájem porovnávaných podniků. Při mezipodnikovém srovnávání se se využívají metody komparativně-analytické nebo metody matematicko-statistické.

Ve své práci se budu věnovat matematicko-statistickým modelům, při kterých se vytváří matice analyzovaných objektů a jejich ukazatelů. Postup při vytvoření matice je následující:

- výběr vhodných a vzájemně srovnatelných podniků
- výběr vhodných finančních ukazatelů s přehlednutím k investorem uvažovaným prioritám
- určení charakteru jednotlivých vybraných finančních ukazatelů:
  - je-li žádoucí co nejvyšší hodnota, přiřadíme mu charakteristiku [+1]
  - je-li žádoucí co nejnižší hodnota, přiřadíme mu charakteristiku [-1]
- přidělení vah jednotlivým vybraným finančním ukazatelům, které vyjadřují jejich důležitost pro investora
- sestavení výchozí matice.

Vytvořená matice může mít následující podobu:

Tabulka 1: Výchozí matice pro vzájemné porovnávání podniků

PODNIK	KRITÉRIUM (zvolené ukazatele)
--------	-------------------------------

	$X_1$	$X_2$	...	$X_j$	...	$X_m$
1	$X_{11}$	$X_{12}$	...	$X_{1j}$	...	$X_{1m}$
2	$X_{21}$	$X_{22}$	...	$X_{2j}$	...	$X_{2m}$
...	...	...	...	...	...	...
i	$X_{i1}$	$X_{i2}$	...	$X_{ij}$	...	$X_{im}$
...	...	...	...	...	...	...
n	$X_{n1}$	$X_{n2}$	...	$X_{nj}$	...	$X_{nm}$
<b>Váhy ukazatelů</b>	$p_1$	$p_2$	...	$p_j$	...	$p_m$
<b>Charakter ukazatelů</b>	[+1]	[+1]	...	[-1]	...	[+1]

Zdroj: vlastní zpracování podle REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s.273

kde:  $X_{ij}$  - hodnota j-tého ukazatele v i-té firmě

m - počet ukazatelů

n - počet hodnocených podniků

$p_j$  - váha j-tého ukazatele

Tato uvedená matice je výchozí maticí matematicko-analytických metod, ze které následně vycházejí další metody, které transformují různými způsoby hodnoty vybraných finančních ukazatelů. Modifikací matice lze použít například metodu váženého podílu či bodovací metodu, které budou využité v praktické části práce. (1, s. 272-273)

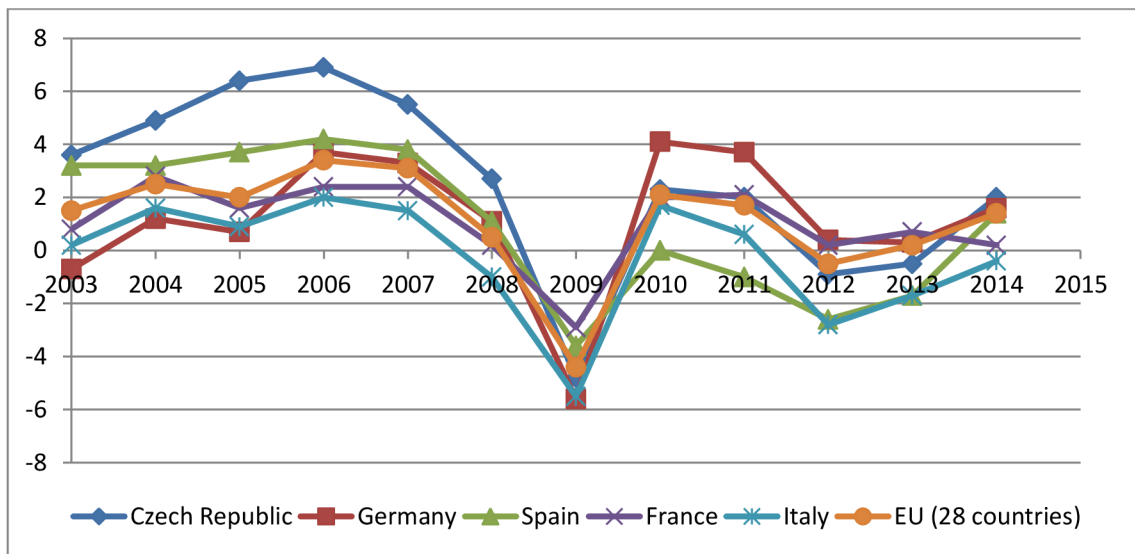
## **5 GLOBÁLNÍ MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA**

V praktické části se nejprve budu věnovat globální makroekonomické analýze v souvislosti s energetickým odvětvím. Energetický průmysl patří mezi cyklická odvětví, z čehož vyplývá, že hospodářské výsledky společností budou ovlivněny celkovým výstupem ekonomiky. V rámci globální analýzy se zaměřím především na ukazatele, jako jsou hrubý domácí produkt, úrokové sazby a inflace. Vzhledem ke skutečnosti, že ve své diplomové práci analyzuji evropské společnosti, bude i makroekonomická analýza zaměřena především na země Evropské unie.

### **5.1 Reálný výstup ekonomiky**

Vývoj akciových kurzů energetických společností má pozitivní vztah k reálnému výstupu ekonomiky. Pokud je ekonomika v expanzi, roste investiční aktivita, s čím souvisí větší výroba a následně i spotřeba zboží a služeb. S vyšší výrobou souvisí větší využívání provozních linek, strojů, budov aj., což vyžaduje dodatečnou spotřebu elektrické energie. S růstem ekonomiky tedy roste i poptávka po elektrické energii, na kterou energetické společnosti reagují vyšší výrobou a prodejem energie, což pozitivně ovlivní hospodářský výsledek těchto společností a zároveň růst akciových kurzů. V případě recese ekonomiky klesá množství investic a zároveň klesá výroba a spotřeba takových statků a služeb, jejichž nákup může kupující odložit na příznivější dobu, a spotřeba elektrické energie se sníží. S poklesem ekonomiky tedy klesá i poptávka po elektrické energii, což negativně ovlivní hospodářský výsledek energetických společností a kurzy jejich akcií budou klesat. Tento negativní vliv ekonomiky na akciové kurzy energetických společností jsme mohli sledovat v nedávné minulosti při globální ekonomické krizi. Zobrazený graf vyjadřuje míru růstu ekonomiky měřenou mírkou reálného růstu v letech 2003 - 2014 v zemích, ve kterých mají sídla největší evropské energetické společnosti. Z grafu je patrné, že ekonomická krize v roce 2008 postihla významným způsobem všechny zobrazené státy.

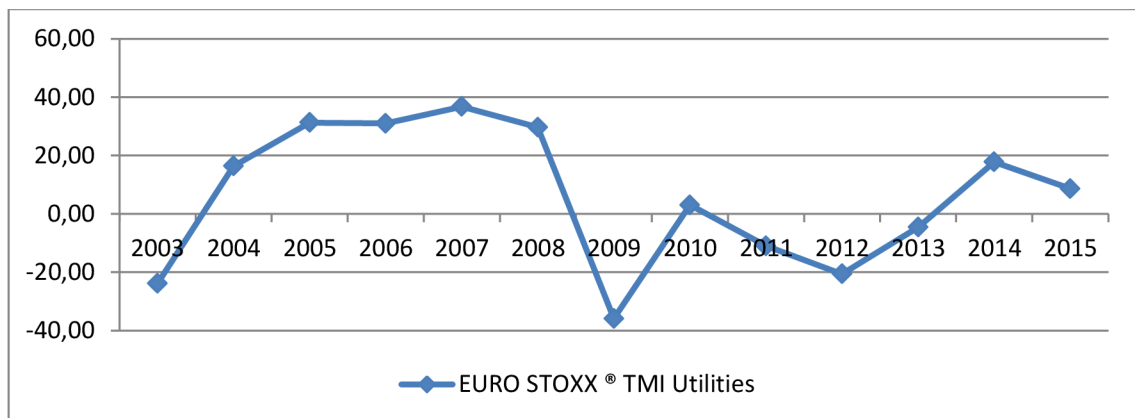
Graf 1: Míra růstu reálného HDP



Zdroj: vlastní zpracování podle EUROSTAT (12)

Následující graf zobrazuje míru růstu akciového indexu EURO STOXX ® TMI Utilities, který zahrnuje 31 evropských energetických společností. Z grafu je zřejmé, že v případě expanze ekonomiky, kdy dochází k růstu HDP, roste i hodnota indexu EURO STOXX ® TMI Utilities. To můžeme pozorovat například v letech 2009-2010. Pokud ekonomika zažívá recesi, tzn. že růst reálného HDP zpomaluje nebo reálné HDP klesá, pak klesá i meziroční hodnota akciového indexu, což je zřejmé např. v letech 2007 – 2009.

Graf 2: Míra růstu akciového indexu EURO STOXX ® TMI Utilities [%]

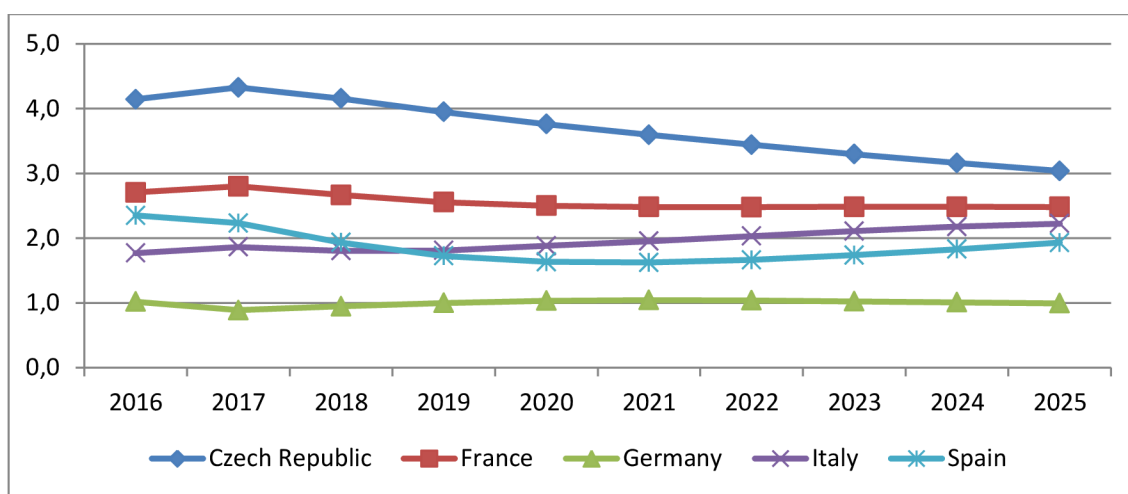


Zdroj: vlastní zpracování podle STOXX. (13)

Jak již bylo uvedeno v teoretické části, analytici využívající fundamentální analýzu berou v úvahu nejen historická data, ale i predikce pro budoucí období. Následující graf,

ve kterém jsou využita data Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj <sup>1</sup>(dále jen OECD), znázorňuje predikci budoucí míry růstu HDP do roku 2025. Můžeme zde vidět, že se u většiny zemí do roku 2017 předpokládá nízký růst HDP a pro následující roky je očekávám mírný ale relativně stabilní pokles HDP. To by pro investory měla být v krátkodobém horizontu dobrá zpráva, neboť by tento vývoj mohl pozitivně působit na vývoj akcií energetických společností, nicméně v dlouhodobém období to naopak může mít nepříznivé následky.

Graf 3: Predikce budoucí míry růstu HDP



Zdroj: vlastní zpracování podle OECD (14)

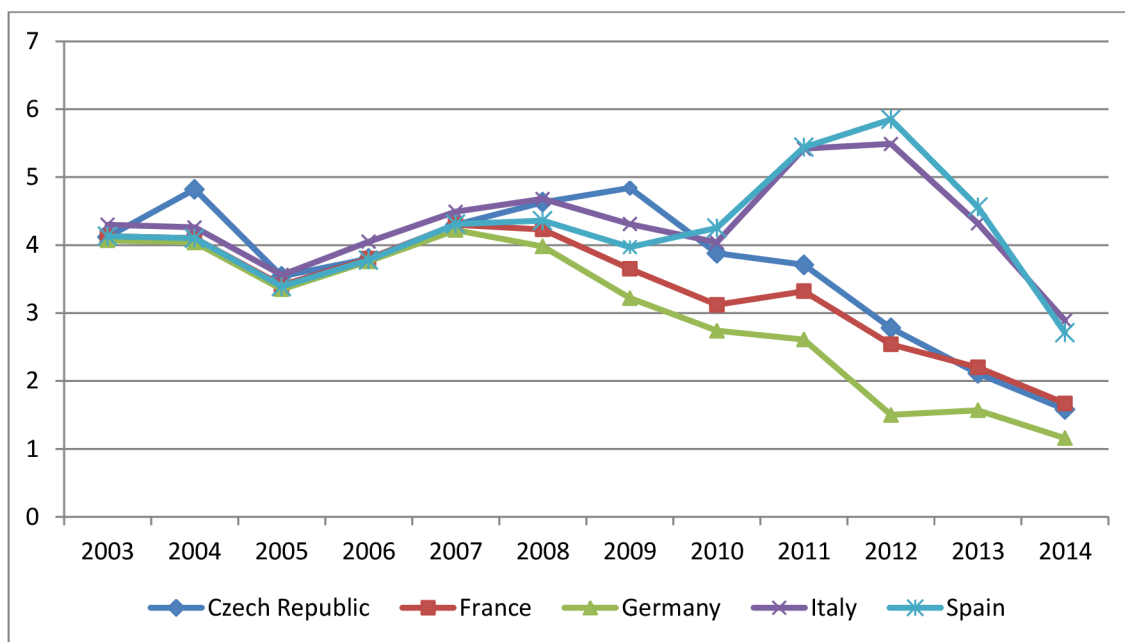
## 5.2 Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou dalším faktorem ovlivňující akciové kurzy. Mohou mít na energetické společnosti a jejich akcie významný vliv a to hned ze dvou důvodů. Pokud společnosti chtějí provádět investice v rámci svého rozvoje, představuje to pro ně finančně velmi nákladnou záležitost. Dodatečné prostředky mohou získat například bankovním úvěrem nebo emisí nových akcií. Pokud budou úrokové sazby růst, představuje úvěr pro podnik velmi drahou variantu, což negativně ovlivní náklady a následně i hospodářský výsledek. Na snížené zisky budou reagovat akcionáři menším zájmem o držení akcií, což způsobí pokles akciových kurzů dané společnosti. Pro emisi nových akcií budou mít zvýšené úrokové sazby negativní vliv taktéž, neboť při zvýšení

<sup>1</sup> OECD je mezivládní organizace ekonomicky nejrozvinutějších států na světě zahrnující 34 zemí. Koordinuje ekonomickou a sociálně-politickou spolupráci členských zemí, zprostředkovává nové investice a prosazuje liberalizace mezinárodního obchodu. Jejím cílem je pomáhat k dalšímu ekonomickému rozvoji, ke stabilizaci a rozvoji mezinárodních finančních trhu a k potlačení nezaměstnanosti.

úrokové sazby rostou běžné výnosy z dluhopisů. Vzhledem k tomu, že v případě dluhopisů jde o méně rizikovou investici, budou investoři motivováni k jejich nákupu na úkor akcií. Zvýšení úrokové sazby tedy bude mít negativní vliv na společnosti kvůli dražším úvěrům a kvůli sníženému zájmu akcionářů o akcie v případě nové emise akcií, což povede ke snížení ceny akcií dané společnosti. Většina společností proto v období vysokých úrokových sazeb bude své investiční aktivity odkládat na příhodnější období. Pokles úrokové sazby bude mít naopak na společnosti pozitivní vliv. Cena za poskytnutí bankovních úvěrů bude velmi přijatelná, což společnosti podněcuje k investičním aktivitám. To bude mít pozitivní vliv na zisky a v konečném důsledku se budou růst akciové kurzy. S poklesem úrokových sazeb klesají běžné výnosy z dluhopisů a investoři budou volit jiné výnosnější alternativy – tedy nákup akcií. Snížení úrokových sazeb tedy bude mít pozitivní vliv na společnosti kvůli levnějšímu externímu financování a kvůli zvýšenému zájmu investorů o akcie, což povede ke zvýšení cen akcií dané společnosti. Graf níže zobrazuje vývoj úrokových sazeb mezi roky 2003 – 2014 v zemích, ve kterých mají sídla největší evropské energetické společnosti. Můžeme vidět, že vývoj úrokových sazeb má po většinu času ve všech zobrazených zemích podobný trend a v dlouhodobém hledisku je až na výjimky klesající. Nejpříznivější úrokové sazby jsou po celou zkoumanou dobu v Německu. Druhou nejpříznivější zemí je Francie, kterou však od roku 2013 předešla v nižších úrokových sazbách Česká republika. Naopak nejvyšší úrokové sazby často převládaly v Itálii a ve Španělsku a od ostatních zemí se nejvíce odchýlili v letech 2010 – 2012, kdy měly oproti ostatním vzrůstající tendenci. Tento výrazný růst úrokových sazeb (v případě Itálie z 4,01% na 5,42%) negativně ovlivnil nejen investory ale i celkový reálný výstup ekonomiky, což je zřejmě v grafu č. 1. V roce 2014 klesly ve všech zobrazených zemích na minimální hodnoty v tomto tisíciletí. OECD předpokládá následující vývoj úrokových sazeb v roce 16 stagnující. Současný trend nízkých úrokových sazeb má pozitivní vliv pro potenciální investiční aktivity v podobě levných úvěrů. Z toho usuzuju, že minimálně v krátkém období nebudou způsobovat úrokové sazby pokles ceny akcií analyzovaných společností a spíše naopak jim mohou pomoci k růstu akciových kurzů.

Graf 4: Vývoj úrokových sazeb v letech 2003 – 2014 [%]



Zdroj: vlastní zpracování podle OECD (15)

### 5.3 Inflace

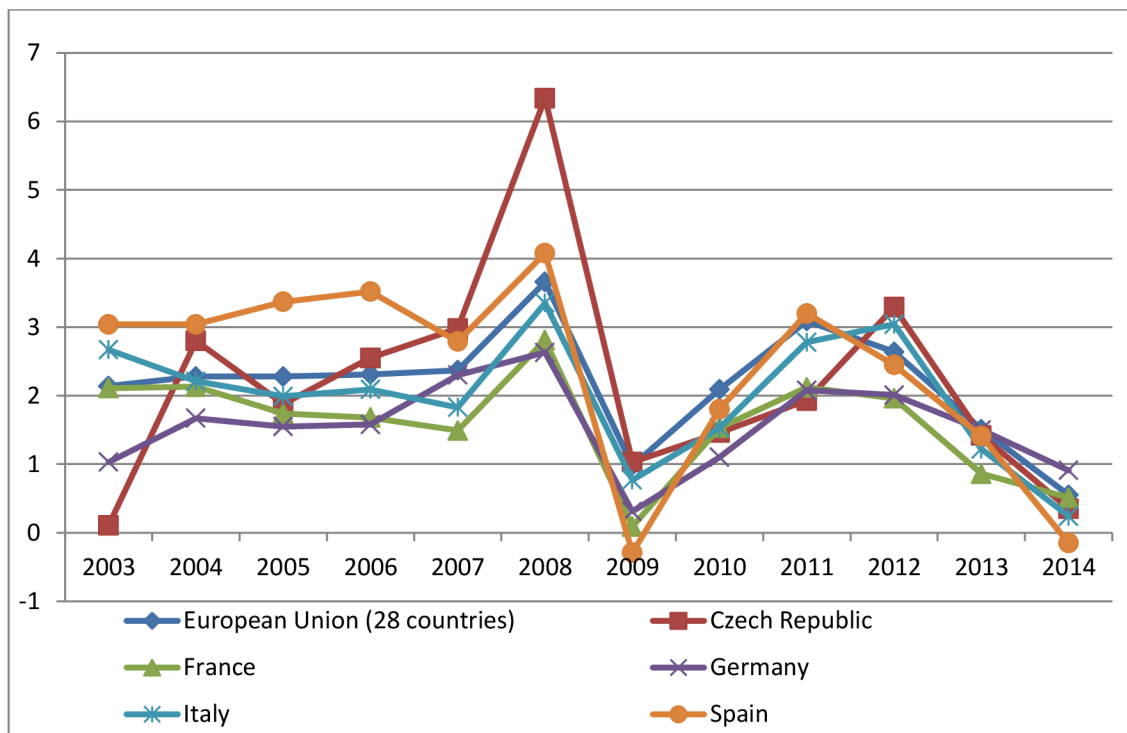
Následující graf zobrazuje vývoj inflace v letech 2003 – 2015. Inflace je měřená indexem spotřebitelských cen (CPI). Modrá křivka zastupuje vývoj inflace v Evropské unii, kterou zastupuje 28 zemí. Vzhledem ke skutečnosti, že se vývoj inflace v Evropské unii pohyboval v rozmezí 1,0 – 3,7 % ročně, můžeme konstatovat, že EU s vysokou inflací nemá v posledních letech žádné větší problémy. V grafu můžeme pozorovat u většiny analyzovaných zemí až do roku 2007 oscilující inflaci kolem 2%. Následující rok nastal v inflaci prudký růst přibližně o 1,5 % následovaný 2009 prudkým poklesem o 2,5% mezi lety 2008-2009. V České republice byl tento pokles oproti ostatním sledovaným zemím výraznější a ve Španělsku došlo i k deflaci. V následujících letech se inflace dostala na podobné hodnoty jako před ekonomickou krizí a od roku 2011-2012 až do současnosti opět klesá. Z grafu je patrné, že největší meziroční výkyvy inflace zažívá Česká republika, což pro akciové trhy není příliš dobré znamení, neboť nestálý trh může investory odrazovat od investování v dané zemi. Naopak nejstabilnější vývoj inflace ze zkoumaných zemí má Německo, což je pozitivní jak pro investiční aktivity, tak pro investory investující s akciemi společností v této zemi. Pro zdravou ekonomiku země by podle rady guvernérů Evropské centrální banky<sup>2</sup> (ECB) neměl meziroční nárůst inflace překročit 2%. Je zřejmé, že tento cíl se v posledních letech daří

<sup>2</sup> ECB je centrální banka 19 zemí eurozóny pro jednotnou evropskou měnu – Euro. Hlavní úkolem ECB je udržovat kupní sílu a cenou stabilitu eura v eurozóně.



plnit, ovšem u některých zemí dochází k deflaci, a v budoucnu se tato tendence může dále projevovat. Deflace byla od roku 2014 způsobena především velkým poklesem ceny ropy a v krátkodobém období má negativní vliv na akcie, neboť s poklesem cenové hladiny souvisí i snížení zisků společnosti a následný pokles akciových kurzů.

Graf 5: Vývoj inflace v letech 2003 – 2014 [%]



Zdroj: vlastní zpracování podle OECD (16)

#### 5.4 Závěr globální analýzy

V globální makroekonomické analýze jsem se zaměřila především na vliv růstu ekonomiky, vyjádřenou mírou růstu reálného HDP, úrokových sazeb a inflace na vývoj akciových kurzů. Z grafů bylo patrné, že podle vývoje míry růstu reálného HDP reaguje akciový index EURO STOXX® TMI Utilities, zahrnující 31 evropských energetických společností, a do značné míry kopíruje růst ekonomiky. V případě rostoucí ekonomiky roste i hodnota akciových kurzů a naopak v období recese ceny akcií klesají. V následujících 2 letech se očekává mírný růst HDP, což by mohlo pozitivně ovlivnit vývoj akciových kurzů, nicméně v dlouhodobém horizontu se dle predikce očekává mírný, ale stabilní pokles růstu HDP, což může mít negativní vliv na ceny akcií. Vliv úrokových sazeb na energetické společnosti je velmi významný, neboť jejich investiční aktivity jsou finančně velmi nákladné. S růstem úrokových sazeb rostou podnikové náklady při čerpání úvěru, což v závěru negativně působí na ceny akcií. Zároveň kvůli

vyšším úrokovým sazbám mají investoři větší zájem o méně rizikové dluhopisy než o akcie. V posledních letech měl vývoj úrokových sazeb klesající trend a jejich hodnota je momentálně nejnižší v tomto století. V následujícím období se očekává stejný či stagnující trend, což je pro investiční aktivity energetických společností a zároveň i pro investory s akciemi pozitivní zpráva. Inlace měla v posledních letech klesající průběh a současně se pohybuje ve většině analyzovaných zemí okolo 0,5 %. Tento stav je pozitivní pro akciové kurzy. Nicméně je třeba dbát zvýšené opatrnosti, neboť pokud by klesající tendence nadále pokračovala, mohlo by dojít k deflaci, což by mělo pro celkovou ekonomiku i akciové kurzy negativní dopady.

## 6 ODVĚTVOVÁ ANALÝZA

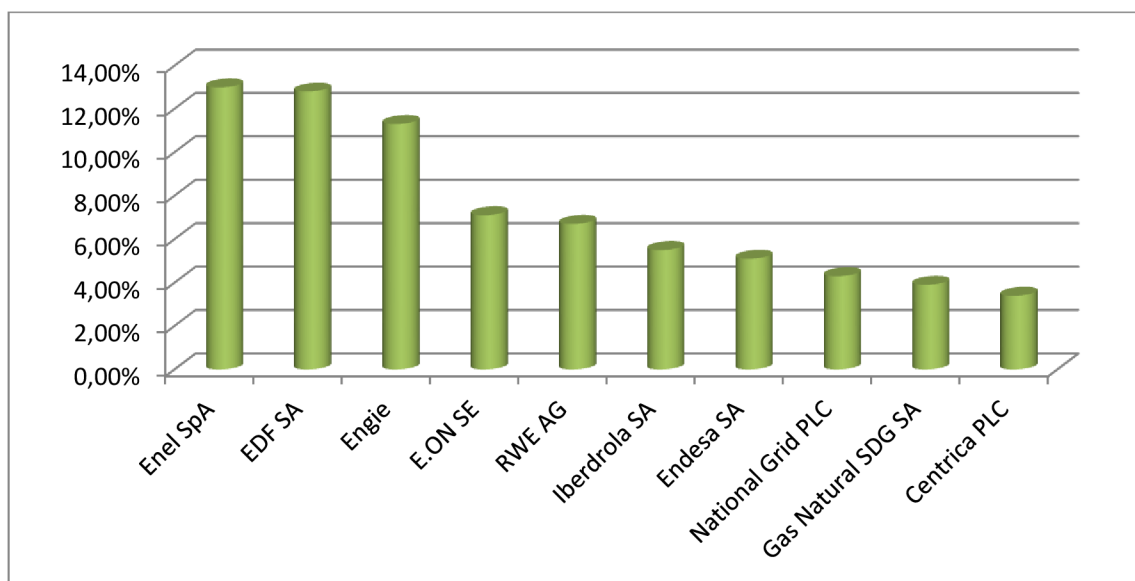
V této kapitole se budu věnovat analýze energetického odvětví, jeho vývoji v letech a faktorům, které na toto odvětví působí. Konkrétně se zaměřím na analýzu tržní struktury odvětví, regulaci energetického odvětví Evropskou unií a na cenový vývoj elektrické energie. Energetický průmysl patří mezi vůbec nejdůležitější odvětví z hlediska užitečnosti, neboť bez poskytované energie by nemohly v dnešním moderním světě fungovat podniky ani domácnosti.

### 6.1 Tržní struktura odvětví

Jak již bylo uvedeno v předchozí kapitole, podnikání v energetickém průmyslu představuje vysoce nákladovou činnost. Vzhledem k této vysoké finanční náročnosti a také náročnému vytvoření distribučních sítí působí v tomto odvětví menší počet společností v porovnání s jinými odvětvími. V každé zemi působí jen omezený počet společností, které dokážou zásobovat energií celou zemi, případně i zahraniční státy, proto bych tržní strukturu energetického odvětví označila za lokální monopol.

V následujícím grafu vidíme podíl energetických společností na evropském trhu. Je zde zobrazeno 10 největších evropských energetických společností, jejichž tržby představují 73,1 % z celkových tržeb všech energetických společností v Evropě. Na první příčce se umístila italská společnost Enel SpA, v jejímž těsném závěsu jsou dvě francouzské společnosti EDF SA a Engie (dříve známá jako GDF Suez).

Graf 6: Podíl energetických společností na evropském trhu



Zdroj: vlastní zpracování podle Bloomberg (17)

## 6.2 Regulace v odvětví

Každý stát má v energetickém odvětví různé regulace. Vzhledem k tomu, že se ve své práci zaměřuji na evropské energetické společnosti, věnuji tuto podkapitolu regulaci v rámci Evropské unie.

Politika Evropské unie má za hlavní cíl v rámci energetiky zabezpečení dodávek energií pro všechny spotřebitele a to za dostupné ceny a zároveň při respektování životního prostředí. Dílčím cílem Evropské unie je podporování zdravé konkurence na energetickém trhu v Evropě. Velmi důležitá regulace ze strany Evropské unie v rámci energetického odvětví je z oblasti ochrany životního prostředí. Co se týče výroby a dodávání energie usiluje EU o omezení globálního oteplování. Stěžejním krokem při boji proti globálnímu oteplování a šetrnosti vůči životnímu prostředí je rozvoj nových a obnovitelných energetických zdrojů. Evropská unie má za cíl, aby se obnovitelné energetické zdroje podílely z 20 % na pokrývání celkových energetických potřeb. Dalším cílem je snížit emise skleníkových plynů oproti roku 1990 o 20 – 30 % do roku 2020 na úrovni celé Evropské unie. Kromě již zmíněných cílů dále Evropská unie řeší problematiku ukládání jaderného odpadu, rizika atomové elektrárny, výzkum a technologický rozvoj energetického sektoru aj. (18)

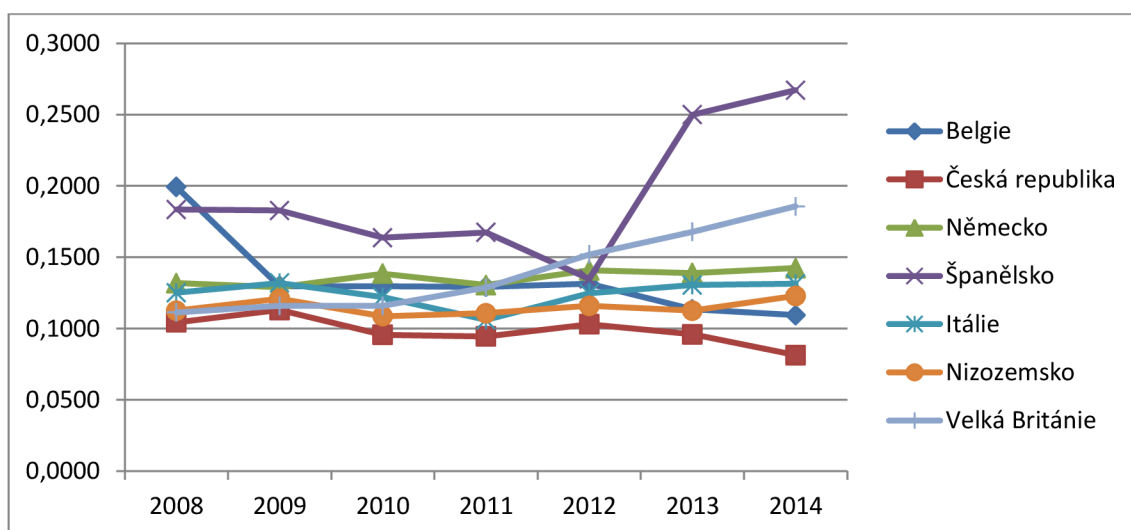
## 6.3 Vývoj ceny elektřiny

Cenu elektřiny ovlivňuje spousta faktorů, mezi které patří například cena vstupních surovin, velikost poptávky po elektřině, cena za distribuci elektřiny, výše dotací ze strany státu aj. V následujících grafech je zobrazen vývoj ceny elektřiny v eurech v letech 2008 – 2014, přičemž první graf je zaměřen na cenu určenou pro domácnosti při spotřebě nižší než 1000 kWh a v druhém grafu je cena pro podniky při spotřebě do 20 MWh. Během celého sledovaného období se téměř ve všech znázorněných státech střídá období mírného růstu a poklesu. Výjimkou je Španělsko, kde došlo v roce 2012 k výraznému navýšení ceny energie. Z dlouhodobého hlediska zůstává cena elektřiny pro spotřebitele v jednotlivých zemích na relativně podobné výši po celou dobu, přestože ceny silové elektřiny<sup>3</sup> v Evropě, následkem poklesu ceny ropy, v posledních letech klesají. Jedním z důvodů je, že koncová cena pro spotřebitele zahrnuje dotace pro výrobce energie z obnovitelných zdrojů.

---

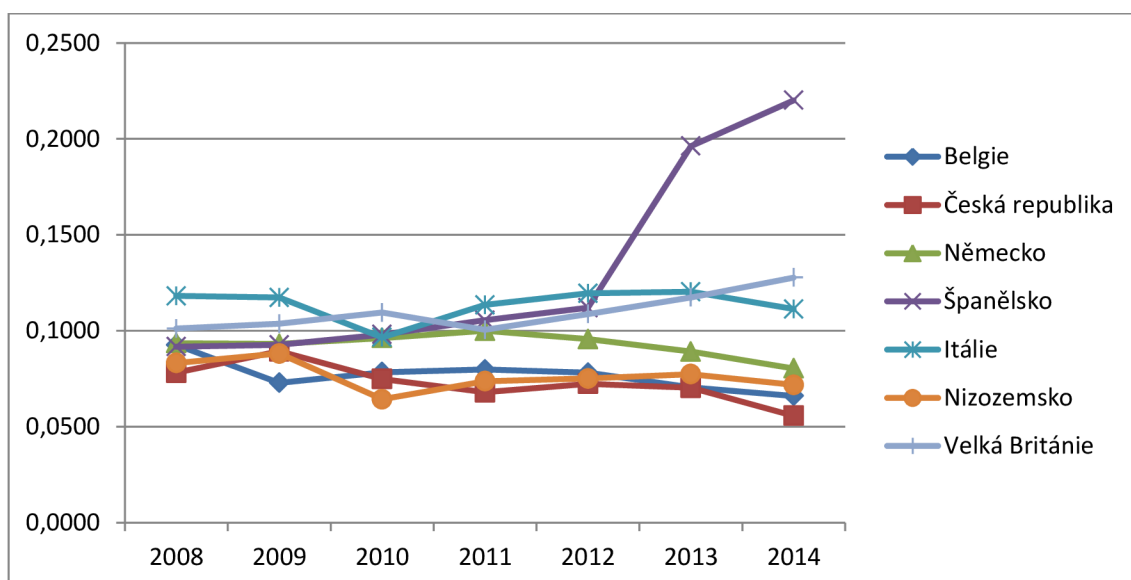
<sup>3</sup> Silová elektřina je vlastní odebraná elektřina, která byla dodána do domácnosti či podniku. Konečná cena za elektřinu se skládá z více částí, z níž jednu tvoří právě silová elektřina.

Graf 7: Cenový vývoj elektřiny pro domácnosti [EUR/KWh]



Zdroj: vlastní zpracování podle EUROSTAT (19)

Graf 8: Cenový vývoj elektřiny pro podniky [EUR/KWh]



Zdroj: vlastní zpracování podle EUROSTAT (19)

Při prognóze budoucího vývoje ceny energií se spousta odborníků shoduje, že v nejbližších letech dojde k mírnému růstu. Tento růst má být ovlivněn přepokládaným růstem ceny ropy, který významně ovlivňuje koncovou cenu energie, neboť patří mezi důležité vstupní suroviny při výrobě energie.

#### 6.4 Závěr odvětvové analýzy

V odvětvové analýze jsem se zaměřila především na tržní strukturu odvětví, regulaci energetického odvětví v rámci Evropské unie a na vývoj ceny elektřiny. Z analýzy vyšlo najevo, že na evropském trhu je nízký počet energetických společností s dominantním postavením a s většinovým podílem tržeb na celkových tržbách v energetickém odvětví.

Při analýze regulace odvětví Evropskou unií bylo patrné, že středem pozornosti je boj proti globálnímu oteplování a ochrana životního prostředí, kvůli čemuž je snaha o získávání energie z obnovitelných zdrojů. Tato skutečnost významně ovlivňuje budoucí vývoj a plány energetických společností, které se stále více zaměřují na budování elektráren využívající obnovitelné zdroje. Na závěr byla provedena analýza cenového vývoje elektřiny, kde byla z grafů z dlouhodobého hlediska patrná relativně stejná výše ceny elektřiny. V budoucích letech očekávám mírný růst ceny zapříčiněný předpokládaným růstem ceny ropy.

## **7 PODNIKOVÁ ANALÝZA**

Následující kapitola je nejdůležitější a nejtěžnější kapitolou v mé diplomové práci, neboť v ní provedu podnikovou analýzu jednotlivých společností. Pro tuto práci jsem si zvolila podniky EDF, Engie, E.ON a Iberdrola, neboť patří mezi největší evropské energetické společnosti. Každý zmíněný podnik nejprve krátce charakterizuji a následně provedu finanční analýzu. Pomocí zjištěných a vypočtených ukazatelů následně provedu porovnání uvedených společností a posoudím vhodné investiční možnosti.

### **7.1 ELECTRICITÉ DE FRANCE S.A.**

#### **7.1.1 Charakteristika podniku**

Électricité de France S.A (dále EDF) je francouzská energetická společnost se sídlem v Paříži. Hlavní činností společnosti je výroba a distribuce elektřiny. Při výrobě elektřiny společnost využívá nejvíce jaderných elektráren, dále plynové elektrárny, uhelné elektrárny a také vyrábí elektřinu z obnovitelných zdrojů. Při výrobě elektřiny z obnovitelných zdrojů využívá společnost elektrárny vodní, větrné, solární, dále energie z biomasy, geotermální energie a jako jedna z mála energetických společností i energii moře. Společnost EDF vlastní několik desítek jaderných elektráren a je považován za největšího lídra ve výrobě jaderné elektřiny v Evropě. Téměř 88 % vyrobené elektrické energie ve Francii je zásluhou jaderných elektráren vlastněných EDF. Kromě prvenství s jadernou energií je společnost považována za největšího evropského výrobce elektřiny za pomoci vodních elektráren.

Électricité de France byla založena v dubnu 1946, kdy Francie znárodnila přibližně 1700 menších energetických společností. Společnost EDF se stala ve Francii monopolem na výrobu a distribuci elektrické energie, což jí vydrželo až do roku 1999, kdy došlo kvůli evropským směrnicím k otevření trhu a EDF musela umožnit 20% podnikání konkurenci. EDF byl do listopadu 2004 pouze státním podnikem, v tomto roce však došlo kvůli zákonům k přeměně na akciovou společnost. Nejvyšší podíl akcií však vlastní francouzská vláda.

EDF vykonává svou činnost v rámci Evropy ve Francii, Nizozemsku, Belgii, Velké Británii, Španělsku a Polsku. Mimo Evropu operuje také v USA, Latinské Americe, Asii a v Africe. V současné době v podniku pracuje přes 158 222 zaměstnanců a společnost má přes 38,5 miliónů odběratelů. Instalovaná kapacita EDF má velikost cca

140 GW, z čehož 63 GW zahrnují jaderné elektrárny, 35 GW elektrárny na fosilní paliva a 20 GW vodní elektrárny. (20, 21, 22)

### Akcie společnosti

**Obchodované burzy:** Paris, US Other OTC, Berlin, Stuttgart, Frankfurt, Munich, Dusseldorf

**Kmenové akcie:**

**ISIN:** FR0010242511

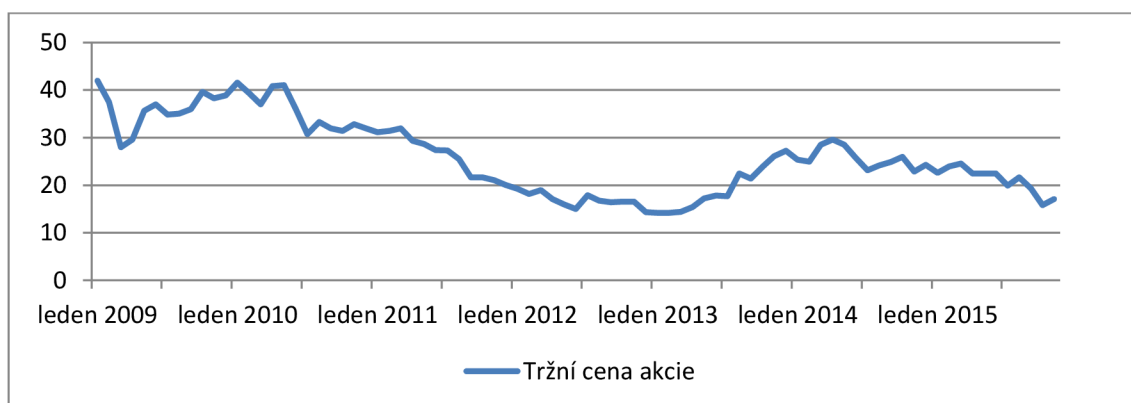
**Počet akcií k 30.6.2015:** 1 858 326 287

**Součástí indexu:** CAC 40, DJ Stoxx Utilities Index, Euronext 100

### Tržní cena akcie

V následujícím grafu je zobrazený vývoj tržní ceny akcie v období 01/2009-11/2015. Pro vytvoření grafu jsem využila hodnoty uzavíracích denních kurzů na začátku každého měsíce v daném roce. V grafu můžeme sledovat v roce 2009 výrazný propad v první polovině roku. Během následujícího roku se cena akcií vrátila na původní hodnotu z roku 2009. Od poloviny roku 2010 však cena akcií klesala až do začátku roku 2013 a za tu dobu se propadla o více než 50% hodnoty. Od srpna 2013 začaly ceny akcií stoupat a dostaly se až na hodnotu cca 26 EUR/akcii v říjnu 2014. Od té doby však mají akcie opět klesající trend až do současnosti.

Graf 9: Vývoj tržní ceny akcie společnosti EDF [EUR/akcii]



Zdroj: vlastní zpracování podle DigitalLook.com (23)

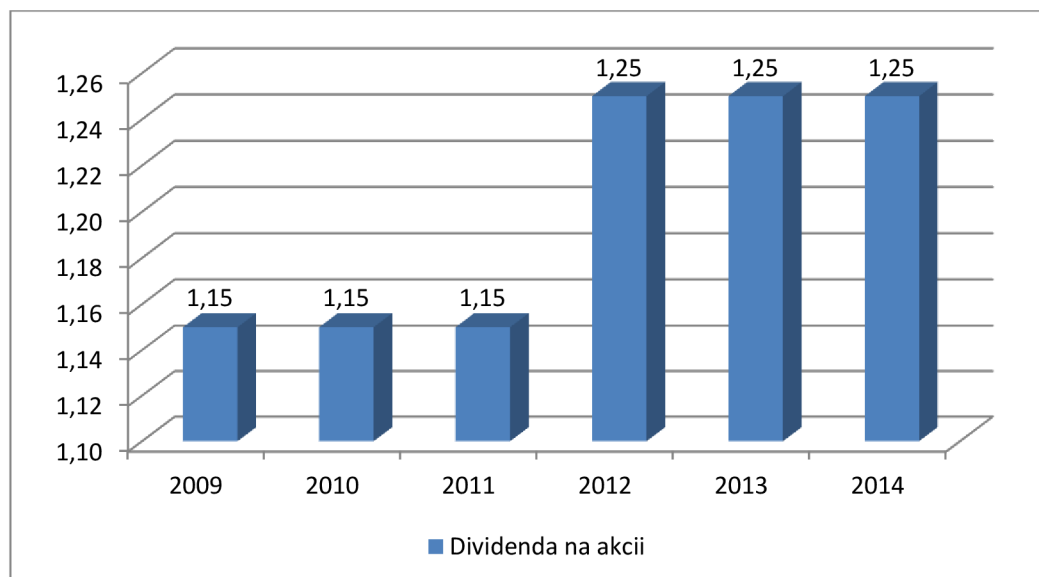
### Dividendový vývoj

Následující graf a tabulka zobrazují dividendový vývoj a výplatní poměr v letech 2009-2014. Hodnota dividendy na akcii v letech 2009-2011 činila 1,15 EUR a od roku 2012 se zvýšila na 1,25 EUR/akcii. Výplatní poměr v roce 2010 stoupl z 51% na 170%, což bylo zapříčiněno tím, že výše dividendy na akcii byla neměnná, zatímco EPS tento



rok výrazně poklesl. V následujících letech byl výplatní poměr poměrně stabilní pohybující se okolo 65%. V roce 2013 zveřejnila společnost ve výroční zprávě cíl udržet výplatní poměr v rozmezí 55 – 65%, což se jí v uplynulých dvou letech dařilo.

**Graf 10: Vývoj dividendy na akcii společnosti EDF [EUR/akcii]**



Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti EDF (24)

**Tabulka 2: Vývoj výplatního poměru společnosti EDF**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výplatní poměr [%]	51	170	67	70	62	62

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti EDF (24)

## 7.1.2 Finanční analýzy

### Analýza zisku a tržeb

V tabulce vývoje tržeb a zisku sledujeme rostoucí trend tržeb v období 2009 – 2014. Za těchto 5 let se tržby navýšily z hodnoty 59 140 mil. EUR na hodnotu 72 874 mil. EUR. Jedinou výjimkou byl rok 2013, kdy došlo k poklesu tržeb a to o 813 mil. EUR, což mohl způsobit celkový pokles ekonomiky v Evropě v té době. Přesto hodnotím tento pokles pozitivně, neboť v případě společnosti EDF nedošlo k příliš výraznému poklesu tržeb oproti ostatním energetickým společnostem. EBITDA a EAT měl podobný vývoj jako tržby společnosti. U EBITDA však došlo k poklesu v roce 2011 a u EAT v roce 2010, v ostatních letech měly ukazatelé vždy rostoucí trend. U zisku před zdaněním a úroky můžeme sledovat poněkud odlišný vývoj, neboť v jednotlivých letech dochází nepravidelně k růstům i poklesům hodnot. V roce 2014 zaznamenal tento ukazatel jako

jediný mírný pokles hodnoty, což bylo zapříčiněno hlavně vyšší odpisů a přeceněním hmotného majetku a goodwillu.

**Tabulka 3: Vývoj tržeb a zisku společnosti EDF [mil. EUR]**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	59 140	65 165	65 307	72 729	71 916	72 874
EBITDA	15 929	16 623	14 939	16 084	16 099	17 279
EBIT	9 306	6 240	8 452	8 245	8 334	7 984
EAT	4 085	1 249	3 387	3 557	3 758	3 773

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti EDF (24)

### **Ukazatele rentability**

Vývoj ukazatelů rentability je v letech 2009 – 2014 velmi proměnlivý, neboť dochází k neustálým poklesům a růstům hodnot. Od roku 2009 až doposud rentabilita podniku celkově poklesla. K nejvýraznějšímu poklesu došlo v roce 2010, což bylo způsobené vyššími odpisy a snížením hodnoty dlouhodobého hmotného majetku. V následujících letech se u ukazatelů ROA a ROS pravidelně střídá růst s poklesem hodnoty. V případě ROE došlo v roce 2011 k výraznému navýšení hodnoty a slabší růst následoval i v roce 2012. Od té doby naopak hodnota ROE pozvolna klesala. Podle výroční zprávy byl tento pokles ovlivněný růstem vlastního kapitálu v letech 2012 až 2013, který byl zapříčiněn růstem čistého zisku a konsolidovaných rezerv.

**Tabulka 4: Vývoj ukazatelů rentability společnosti EDF**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA [%]	1,70	0,52	1,46	1,42	1,50	1,41
ROE [%]	11,78	3,38	10,37	11,58	9,59	9,29
ROS [%]	15,74	9,58	12,94	11,58	11,59	10,96

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti EDF (24)

### **Ukazatele zadluženosti**

Podnikání v oblasti energetiky je vysoce nákladová činnost, při které podniky využívají ve velké míře cizích zdrojů. V tabulce č. 5 vidíme, že se celková zadluženost v letech 2009-2014 pohybovala v rozmezí 79 % - 86 %, nejčastěji okolo 85 %. Můžeme tedy konstatovat, že celková zadluženost EDF je nejvyšší ze všech zkoumaných energetických společností. Hodnota úrokového krytí byla kromě roku 2010 vždy vyšší než 3, což je pro společnost pozitivní skutečnost. Výrazně vyšší hodnoty dosahoval podniky i v případě ukazatele finanční páky. Hodnoty se pohybovaly ve sledovaném

období v rozmezí 6,4 – 8,2. U ostatních sledovaných společností se hodnoty finanční páky pohybovaly v rozmezí 2,5 – 4,8.

**Tabulka 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti EDF**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost [%]	85,39	79,31	85,74	87,70	84,38	84,85
Finanční páka	6,924	6,519	7,100	8,144	6,400	6,599
Úrokové krytí	3,716	2,291	3,701	3,249	3,678	3,618

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti EDF (24)

### **Ukazatele tržní hodnoty**

V následující tabulce jsou vypočítané vybrané ukazatele společnosti EDF v období 2009 – 2014. Čistý zisk na akcii byl za celé sledované období nejvyšší v roce 2009 a to ve výši 2,24 EUR. V roce 2010 kvůli nízkému zisku EPS výrazně poklesl na méně než jednu třetinu. V následujících letech měl čistý zisk na akcii rostoucí trend a v letech 2013 a 2014 dosáhl hodnoty 2,03 EUR. Ukazatel P/E ratio se v roce 2010 výrazně navýšil z hodnoty 16,05 na 51,93, což bylo ovlivněné již zmíněným poklesem EPS v tomto roce. V následujícím roce P/E kleslo téměř na původní hodnotu a to 14,94. V letech 2012 a 2013 se hlavně kvůli nízké tržní ceně akcií hodnota P/E dostala pod 10 a v posledním zkoumaném roce opět stoupla na hodnotu 12,53. Ukazatel P/BV až do roku 2013 zaznamenal klesající trend a za toto období klesl na poloviční hodnotu. V roce 2014 poprvé ve sledovaném období stoupl a to na hodnotu 1,25. Hodnota dividendy na akcii v letech 2009-2011 činila 1,15 EUR a od roku 2012 se zvedla na 1,25 EUR/akcii. Dividendový výnos se z 3,20 % v roce 2009 neustále zvyšoval až na 7,53 % v roce 2012. Následující 2 roky rovnoměrně klesal až na 4,91 % v roce 2014. Výplatní poměr se v roce 2010 výrazně navýšil z 51% na 170%. V následujících letech byl výplatní poměr poměrně stabilní pohybující se okolo 65%.

**Tabulka 6: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti EDF**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EPS [EUR]	2,24	0,68	1,70	1,80	2,03	2,03
P/E	16,05	51,93	14,94	9,24	9,70	12,53
P/BV	1,89	1,76	1,44	1,00	0,93	1,16
Dividenda na akcii [EUR]	1,15	1,15	1,15	1,25	1,25	1,25
Dividendový výnos [%]	3,20	3,28	4,52	7,53	6,35	4,91
Výplatní poměr [%]	51	170	67	70	62	62

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti EDF (24)

## 7.2 ENGIE

### 7.2.1 Charakteristika podniku

Engie je francouzská energetická společnost, která má sídlo v La Défense, Courbevoie. Tato společnost je organizována do 6 divizí, které zahrnují různé aktivity. Mezi aktivity společnosti patří výroba a distribuce elektrické energie, zemního plynu a obnovitelných zdrojů energie. Dále je společnost dodavatelem infrastruktury pro transport, zpracovává, zásobuje a skladuje zemní plyn, zabývá se strojírenskou výrobou, poskytováním vody a zpracováním a odpadů. Při výrobě elektřiny využívá jaderné a uhelné elektrárny, dále větrné a vodní elektrárny, solární elektrárny a biomasu.

Společnost Engie, původním názvem GDF Suez, byla založená v červenci 2008 sloučením dvou společností – Gaz de France a Suez. Počátek společnosti Suez sahá až do roku 1822, kdy však byla založená pod jiným názvem, který se postupem let ještě několikrát změnil. Gaz de France bylo založené v roce 1946 společně se svou sesterskou společností Électricité de France francouzskou vládou. GDF Suez byla přejmenovaná na Engie v dubnu 2015, aby upozornila na svou novou strategii.

Engie provádí své aktivity ve Francii, Velké Británii, Belgii, Nizozemsku, Lucembursku, Německu a spoustu dalších evropských zemích. Mimo Evropu působí také v Severní a Latinská Americe, na Středním východě, v Asii a v Africe. V rámci Francie obsazuje druhou příčku největšího výrobce a distributora energie. V současné době zaměstnává Engie 152 900 pracovníků. Instalovaná kapacita činí 115,3 GW a dalších 10,5 GW je ve výstavbě. 17 % podílu na instalované kapacitě je tvořeno z obnovitelných zdrojů energie, přičemž 13,49 GW připadá na vodní elektrárny a 4,37 GW na větrné elektrárny. (25, 26, 27)

#### **Akcie společnosti**

**Obchodované burzy:** Paris, Xetra European Stars, US Other OTC, Berlin, Stuttgart, Frankfurt, Brussels, Munich,

#### **Kmenové akcie:**

**ISIN:** FR0010208488

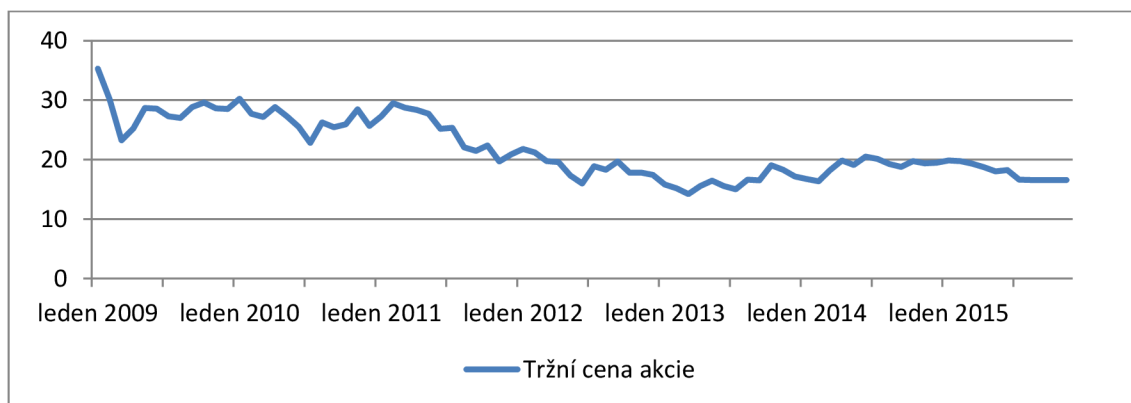
**Počet akcií k 30.6.2015:** 2 390 455 214

**Součástí indexu:** CAC 40, DJ Stoxx Utilities Index, Eurostoxx 50, BEL20, STOXX Europe 600

## Tržní cena akcie

V následujícím grafu je zobrazený vývoj tržní ceny akcie v období 01/2009-11/2015. V grafu můžeme sledovat propad cen akcií v první polovině roku 2009. Až do začátku roku 2011 oscilovala cena akcií kolem hodnoty 27 EUR/akcii. Následující roky měly ceny akcií klesající tendence a v březnu 2013 dosáhly svého minima 14,18 EUR/akcii. Nejstabilnější období pro ceny akcie bylo v 03/2014 – 06/2015, kdy se jejich hodnoty pohybovaly v rozmezí 18 – 20,5 EUR/akcii. V červnu 2015 cena klesla o 2 eura na cca 16,5 EUR/akcii a tato hodnota se drží až do současnosti.

Graf 11: Vývoj tržní ceny akcie společnosti Engie [EUR/akcii]

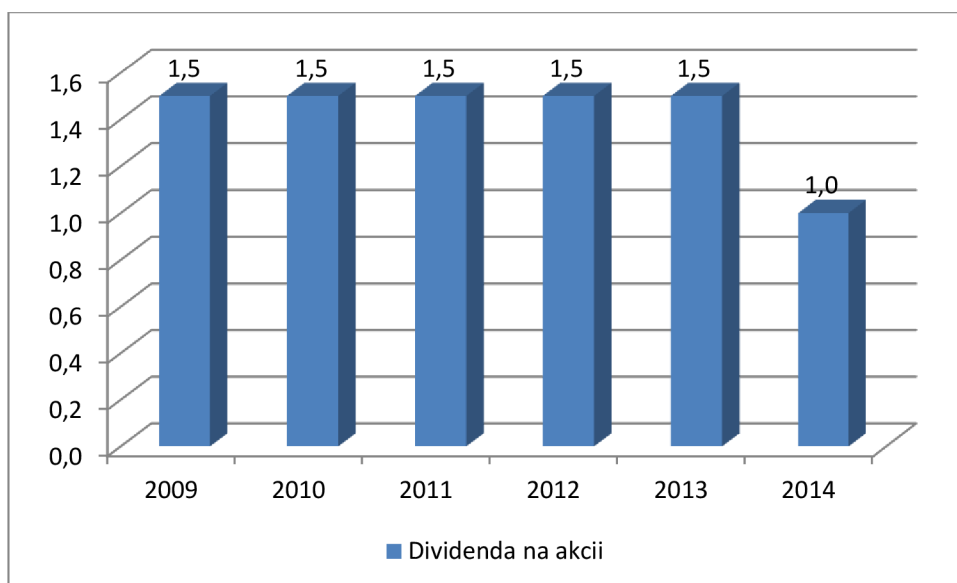


Zdroj: vlastní zpracování podle DigitalLook.com (28)

## Dividendový vývoj

Dividendový vývoj společnosti Engie byl v letech 2009 – 2014 velmi stabilní. Po celou dobu činila dividenda na akcii 1,5 EUR, pouze v roce 2014 se snížila na 1 EUR. Stabilní vývoj měl v letech 2009 – 2011 i výplatní poměr, který se pohyboval v rozmezí 60-65 %. V roce 2012 se výplatní poměr jednorázově navýšil na 131% a v následujícím roce výrazně poklesl do záporných hodnot. Tyto výkyvy byly způsobené nízkým ziskem v roce 2012 a ztrátou v roce 2013, kdy společnost vyplácela dividendy za zadrženého zisku. V následujícím roce se výplatní poměr zvedl na 78%. Dle výroční zprávy chce společnost v následujících letech vyplácet dividendu na akcii v minimální výši 1 EUR a udržovat výplatní poměr v rozmezí 65 – 75 %.

Graf 12: Vývoj dividendy na akcii společnosti Engie [EUR/akcii]



Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Engie (27)

Tabulka 7: Vývoj výplatního poměru společnosti Engie

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výplatní poměr [%]	65	60	62	131	41	78

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Engie (27)

## 7.2.2 Finanční analýzy

### Analýza zisku a tržeb

V tabulce vývoje tržeb a zisku sledujeme stabilní rostoucí trend tržeb v období 2009 – 2012. Za tyto 3 roky se tržby navýšily téměř o celou čtvrtinu tržeb z roku 2009. V následujících dvou letech však došlo k výraznému poklesu na 74 686 mil. Eur a v roce 2014 byla výše tržeb dokonce nižší než v roce 2009. Téměř stejný průběh můžeme sledovat u ukazatelů EBITDA a EBIT. V případě ukazatele EAT je klesající tendence již od roku 2011 a v roce 2013 vykazoval podnik ztrátu ve výši 8 783 mil. Eur. V následujícím roce však EAT oproti ostatním ukazatelům již vykazuje vyšší hodnoty než v předchozím roce a nabyl opět kladných hodnot. Podle výročních zpráv společnosti došlo k výraznému poklesu tržeb v roce 2013 především kvůli ztrátě divize Suez Enviroment, protože si zde nechala Engie dominantní akciový podíl. Pokles tržeb v následujícím roce je ovlivněn opět kvůli zmíněné ztrátě divize, dále kvůli uzavření 3 jaderných reaktorů v Belgii a kvůli poklesu prodeji zemního plynu, který zavinilo teplé počasí ve Francii.

**Tabulka 8: Vývoj tržeb a zisku společnosti Engie [mil. EUR]**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	79 908	84 478	90 673	97 038	87 898	74 686
EBITDA	14 012	15 086	16 525	17 026	14 223	12 138
EBIT	8 345	8 795	8 978	9 520	7 685	6 720
EAT	5 230	5 626	5 420	2 755	-8 783	3 110

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Engie (27)

### **Ukazatele rentability**

Vývoj ukazatelů ROA a ROS je v letech 2009 – 2014 velmi podobný, neboť až do roku 2013 mají klesající trend. V roce 2013 byl v případě obou ukazatelů nejvýraznější pokles až do záporných hodnot a v následujícím roce došlo již k růstu rentability opět na kladné hodnoty. Přestože ukazatel ROS měl v letech 2009 – 2013 také klesající tendenci, byl tento pokles pouze nepatrný. Proto můžeme říct, že rentabilita tržeb měla nejstabilnější vývoj a po celou sledovanou dobu se pohybovala v rozmezí 8,7 – 10,5 %.

**Tabulka 9: Vývoj ukazatelů rentability společnosti Engie**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA [%]	3,05	3,05	2,54	1,34	-5,63	1,88
ROE [%]	7,98	7,96	6,75	3,87	-16,37	5,56
ROS [%]	10,44	10,41	9,90	9,81	8,74	9,00

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Engie (27)

### **Ukazatele zadluženosti**

Celková zadluženost se v letech 2009-2014 každý rok nepatrně navyšovala z hodnoty 61,78 % na 66,15 %. V porovnání s ostatními energetickými společnostmi můžeme konstatovat, že Engie využívá hned po Iberdrole nejméně cizích zdrojů a naopak se snaží vycházet více s vlastními zdroji. Stablní je ukazatel finanční páky, který se po celou dobu pohybuje v rozmezí 2,61 – 2,9. Velmi pozitivně vychází společnosti ukazatel úrokového krytí, neboť po celou sledovanou dobu se jeho hodnota nedostala pod hraniční hodnotu 3 a naopak se v rozmezí 4,5 – 6,5, což jsou oproti ostatním společnostem jedny z nejlepších hodnot.

**Tabulka 10: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti Engie**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost [%]	61,78	61,70	62,39	65,35	65,59	66,15
Finanční páka	2,616	2,611	2,659	2,886	2,906	2,954
Úrokové krytí	6,454	5,620	4,541	4,971	4,948	6,245

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Engie (27)

### Ukazatele tržní hodnoty

V tabulce č. 11 vidíme, že čistý zisk na akcii měl v letech 2009 – 2014 hodnoty nad 2 EUR, následně poklesl o více než polovinu a v roce 2013 výrazně klesl do záporných hodnot. Kromě EPS mají záporné hodnoty i ukazatelé P/E a výplatní poměr, což bylo způsobené ztrátou, kterou podnik v roce 2013 vykázal. Na kladnou hodnotu se ukazatel EPS vrátil hned v následujícím roce a to ve výši 1,28 EUR. Ukazatel P/E ratio měl nejvyšší hodnotu 16,06 v roce 2012 a v posledním sledovaném roce měl uspokojivých 14,89. Naopak nejnižší hodnoty P/E ratio vykázala společnost Engie v letech 2010 a 2011, nicméně se nedostaly pod 10 na rozdíl od společnosti EDF. Ukazatel P/BV v prvních čtyřech zkoumaných letech klesal a od roku 2013 začal růst. V roce 2013 jeho hodnota činila 0,83. Dividenda na akcii činila po celou sledovanou dobu 1,5 EUR, pouze v roce 2014 se snížila na 1 EUR. Dividendový výnos měl rostoucí trend v letech 2009 – 2013, přičemž nejvyšší hodnota byla 9,17 %. V roce 2014 výrazně poklesl na nejnižší hodnotu ve sledovaném období a to na 5,26 %. Výplatní poměr měl v letech 2009 – 2011 stabilní vývoj, kdy se pohyboval v rozmezí 60-65 %. V roce 2012 výrazně stoupl na 131% a v následujícím roce naopak výrazně poklesl do záporných hodnot. Tyto výkyvy byly způsobené nízkým ziskem v roce 2012 a ztrátou v roce 2013, kdy společnost vyplácela dividendy za zadrženého zisku, jak již bylo řečeno v podkapitole dividendový vývoj. V následujícím roce se výplatní poměr zvedl na 78%.

**Tabulka 11: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti Engie**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EPS [EUR]	2,31	2,49	2,41	1,14	-3,64	1,28
P/E	12,14	10,75	10,05	16,06	-4,50	14,89
P/BV	0,97	0,86	0,68	0,62	0,74	0,83
Dividenda na akcii [EUR]	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00
Dividendový výnos [%]	5,34	5,61	6,20	8,18	9,17	5,26
Výplatní poměr [%]	65	60	62	131	-41	78

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Engie (27)



## 7.3 E.ON

### 7.3.1 Charakteristika podniku

E.ON je německá holdingová společnost se sídlem v Düsseldorfu, jejímž hlavním předmětem podnikání je výroba a distribuce elektřiny a produkce zemního plynu. E.ON byl založený v červnu 2000 sloučením dvou největších průmyslových skupin v Německu VEBA a VIAG. Obě společnosti byly založeny v roce 1920 a sloužily jako holdingy u státních průmyslových podniků. V letech 1960 a 1980 došlo k jejich privatizaci. Nyní je E.ON jedním z největších světových soukromě vlastněných energetických holdingů na světě.

E.ON podniká zejména v Německu, a v rámci Evropy dále v Rakousku, Švýcarsku, Belgii, Nizozemsku, Polsku, České republice, Slovensku a Maďarsku, Velké Británii, Španělsku, Francii, Itálii, Rumunsku, Norsku a Švédsku. Mimo Evropu dále operuje v USA, Brazílii a Turecku. V roce 2014 zaměstnávala společnost více než 58 000 zaměstnanců a počet jejich zákazníků odebírajících elektřinu a zemní plyn činil přibližně 33 milionů. Široké portfolio elektrické energie má přibližně 59 GW výrobní kapacity.

Společnost již minulý rok zveřejnila svou novou strategii, kterou reaguje na měnící se trendy v oblasti výroby elektřiny v Evropě. V rámci provádění své nové strategie se v budoucnu bude zaměřovat na výrobu energie výhradně z obnovitelných zdrojů, energetické sítě a zákaznická řešení, a tím i budováním stavebních kamenů nového energetického světa. E.ON má v plánu během roku 2016 rozdělit společnost na 2 samostatné části. Činnosti spojené s konvenční výrobou elektřiny budou spadat pod novou společnost, ve které bude mít E.ON menšinový podíl a zbytek bude nabídnutý na burze investorům. (29, 30, 31)

#### Akcie společnosti

**Obchodované burzy:** Xetra, US Other OTC, Amsterdam Stock Exchange, Berlin, Munich, Milan, Frankfurt, Budapest, Swiss Exchange, Dusseldorf, Stuttgart

#### **Kmenové akcie:**

**ISIN:** DE000ENAG999

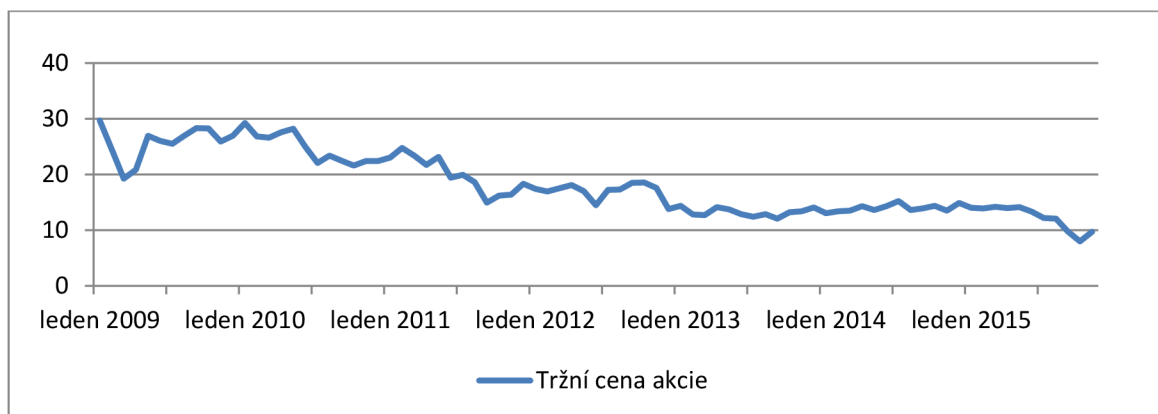
**Počet akcií k 30.9.2015** 1 952 352 451

**Součástí indexu:** Ibex 35, DJSTOXX Utilities, Euro Stoxx 50, Euro Stoxx Utilities

### Tržní cena akcie

Cena akcií se do poloviny roku 2010 pohybovala kolem hodnoty 26 EUR/akcii. V následujících letech byl cenový vývoj akcií postupně klesající s občasnými stabilnějšími tendencemi až do roku 2013. Od ledna 2013 do srpna 2015 se cena akcií pohybovala v rozmezí 12 – 15 EUR/akcii. Od září 2015 hodnota akcií klesla pod 10 EUR/akcii.

Graf 13: Vývoj tržní ceny akcie společnosti E.ON [EUR/akcii]

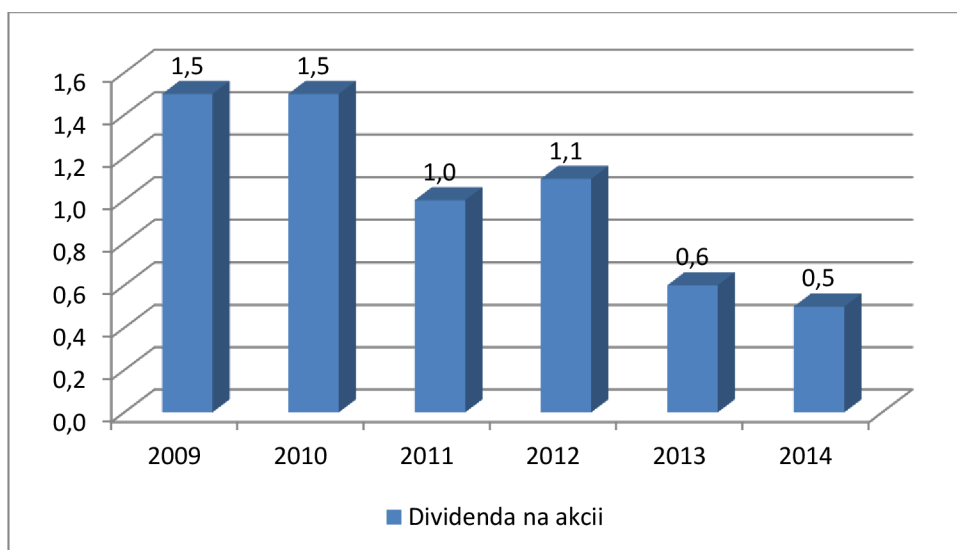


Zdroj: vlastní zpracování podle DigitalLook.com (32)

### Dividendový vývoj

V grafu dividendového vývoje společnosti E.ON můžeme sledovat v letech 2009-2014 vcelku proměnlivý průběh oproti ostatním společnostem. První dva zkoumané roky činila dividenda na akcii 1,5 EUR, v následujícím roce poklesla na třetinu z původní hodnoty. V roce 2012 činila výše dividendy 1,1 EUR/akcii a dalších letech opět poklesla téměř o polovinu. Výplatní poměr zobrazený v tabulce č. 12 se ve sledovaných letech pohyboval v rozmezí 50 – 60%, pouze v roce 2011 se zvedl na 76%.

**Graf 14: Vývoj dividendy na akcii společnosti E.ON [EUR/akcii]**



Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti E.ON (31)

**Tabulka 12: Vývoj výplatního poměru společnosti E.ON**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výplatní poměr [%]	54	59	76	50	51	60

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti E.ON (31)

### 7.3.2 Finanční analýzy

#### Analýza zisku a tržeb

Následující tabulka obsahuje vývoj tržeb a zisku v letech 2009 – 2014. V tabulce můžeme sledovat rostoucí trend tržeb až do roku 2012, kdy bylo dosaženo nejvyšších tržeb v hodnotě 132 093 milionů EUR. Rostoucí trend byl následovaný dvouletým poklesem, který byl v roce 2013 způsobený především snížením kapacity energie uzavřením uhelné elektrárny a naftové elektrárny ve Velké Británii. V následujícím roce uzavřela společnost E.ON elektrárny v Německu a ve Francii. Přestože společnosti rostly prodeje, celkové tržby poklesly kvůli změně směnných kurzů a vývoji ceny ropy. Čistý zisk po zdanění EAT byl téměř vždy kladný vyjma roků 2011 a 2014, kdy evidovala společnost ztrátu. Za tuto ztrátu měly odpovědnost především velké odpisy, které společnost prováděla kvůli plánovanému rozdělení podniku na 2 samostatné části.

**Tabulka 13: Vývoj tržeb a zisku společnosti E.ON [mil. EUR]**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	79 974	92 863	112 954	132 093	119 688	111 556
EBITDA	12 975	13 346	9 293	10 786	9 191	8 337
EBIT	9 291	9 454	5 438	7 027	5 624	4 664
EAT	8 669	6 281	-1 861	2 641	2 459	-3 130

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti E.ON (31)

### Ukazatele rentability

V následující tabulce jsou zobrazené hodnoty rentability v jednotlivých letech. V letech 2011 a 2014 je rentabilita aktiv a rentabilita vlastního kapitálu záporná, což bylo způsobené již zmíněnými vysokými odpisy. Pokud bychom vypustily zmíněné roky, můžeme sledovat u obou ukazatelů po celou dobu klesající trend. Ukazatel ROS měl velmi podobný průběh jako zmíněné ukazatele, pouze v roce 2012 zaznamenal rostoucí hodnotu.

**Tabulka 14: Vývoj ukazatelů rentability společnosti E.ON**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA [%]	5,68	4,11	-1,22	1,88	1,86	-2,49
ROE [%]	19,71	13,78	-4,70	6,80	6,71	-11,72
ROS [%]	11,62	10,18	4,81	5,32	4,70	4,18

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti E.ON (31)

### Ukazatele zadluženosti

Tabulka č. 14 zobrazuje vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti E.ON. Celková zadluženost se od roku 2009 do roku 2014 pohybovala v rozmezí 70-80%. Při podrobnějším srovnání vývoje v jednotlivých letech můžeme vidět v roce 2010 snížení celkové zadluženosti o 1% oproti předchozímu roku. V roce 2014 naopak došlo nejvyššímu nárůstu zadluženosti a to na 78,75%. Ukazatel úrokového krytí informuje o tom, kolikrát EBIT pokrývá úrokové náklady společnosti. Ideální hodnoty prosperujících podniků jsou zpravidla v rozmezí 6-8, což se společnosti E.ON dařilo v analyzovaných letech 2009-2010. V následující roky se hodnota pohybovala v rozmezí 4-5 a v roce 2014 klesla na úroveň 3. Při této hodnotě je vhodné dbát značné obezřetnosti, nicméně se ještě nejedná o kritickou situaci.

**Tabulka 15: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti E.ON**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost [%]	71,18	70,18	74,09	72,36	72,31	78,75
Finanční páka	3,47	3,354	3,859	3,617	3,612	4,705
Úrokové krytí	8,122	6,806	3,999	4,873	4,093	2,959

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti E.ON (31)

### Ukazatele tržní hodnoty

V následující tabulce je zobrazený vývoj vybraných tržních ukazatelů společnosti E.ON. Stejně jako společnost Engie i E.ON vykázal v některých letech ztrátu. Kvůli této ztrátě ukazatelé EPS a P/E ratio mají v letech 2011 a 2014 záporné hodnoty. EPS má po

většinu sledované doby klesající tendence, které byly způsobené mimo jiné i navýšením počtu akcií. Naopak ukazatel P/E ratio má v prvních letech rostoucí hodnoty. I přesto jsou však hodnoty v letech 2009 a 2010 mírně znepokojivé. Jak jsem již uvedla v teoretické části, vyhovující hodnoty jsou v rozmezí 8 – 12 a v případě společnosti E.ON jsou v prvních sledovaných letech nižší. V letech 2012 a 2013 se však již hodnoty ukazatele P/E ratio navýšily a pohybovaly se okolo uspokojivé hodnoty 12. Ukazatel P/BV má v letech 2009 – 2012 klesající trend a až v roce 2014 se navýšil a to na hodnotu 1,09. Společnost E.ON má oproti ostatním analyzovaným společnostem nejproměnlivější průběh dividend. Nejvyšší dividendy na akcii ve výši 1,5 EUR společnost dávala akcionářům v letech 2009 a 2010. Od té doby postupně klesaly až na nejnižší hodnotu 0,50 EUR/akcii v roce 2014. Dividendový výnos vyjma roku 2011 měl rostoucí trend až do roku 2012, kdy dosahoval nejvyšší hodnoty 7,80 %. V posledních 2 letech však výrazně pokles a v roce 2014 dosáhl nejnižší hodnoty ve sledovaném období a to 3,50 %. Výplatní poměr byl relativně stabilní, neboť se pohyboval v rozmezí 50 – 60%. Výjimkou byl pouze rok 2011, kdy se výplatní poměr zvýšil na 76 %.

**Tabulka 16: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti E.ON**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EPS [EUR]	4,42	3,07	-1,16	1,15	1,12	-1,64
P/E	6,61	7,47	-14,37	12,25	11,98	-8,66
P/BV	1,38	1,05	0,89	0,77	0,77	1,09
Dividenda na akcii [EUR]	1,50	1,50	1,00	1,10	0,60	0,50
Dividendový výnos [%]	5,13	6,54	6,00	7,80	4,47	3,50
Výplatní poměr [%]	54	59	76	50	51	60

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti E.ON (31)

## **7.4 IBERDROLA S.A.**

### **7.4.1 Charakteristika podniku**

IBERDROLA S.A. je největší španělská energetická společnost sídlící v Bilbau. Hlavním předmětem podnikání společnosti je produkce a distribuce elektrické elektřiny, která je vyráběna z klasických ale především z obnovitelných zdrojů. Co se týče obnovitelných zdrojů, Iberdrola je považována za největšího světového výrobce a distributora větrné energie. Dále podniká v sektorech informačních a telekomunikačních technologií, produkci a distribuci vody a v plynárenském průmyslu. Iberdrola byla založena v listopadu 1992 sloučením dvou velkých energetických společností Hidroeléctrica Española a Hidroeléctrica Iberduer, jejichž historie sahá k začátku 20. století. Nyní patří Iberdrola mezi největší výrobce a distributory elektřiny v Evropě, neboť si vysloužila 6. pozici evropských energetických společností z hlediska tržeb energetických společností s podílem 5,5% na evropských tržbách.

Iberdrola má největší působnost své činnosti především ve Španělsku, Portugalsku a v Británii. Kromě těchto zemí působí prostřednictvím svých dceřiných společností přibližně ve 40 zemích ve 4 světadílech, mezi které patří např. Německo, Itálie, Francie, Řecko, USA, Mexiko, Brazílie, Rusko, Čína, aj. V roce 2014 zaměstnávala společnost přibližně 28 tisíc zaměstnanců a počet jejich zákazníků odebírajících elektřinu činí kolem 32,2 miliónů lidí. Výrobní kapacita společnosti činí cca 43 GW, z čehož 24,7 spadá pod Španělsko. (33, 34, 35)

#### **Akcie společnosti**

**Obchodované burzy:** Xetra, Madrid CATS, Stuttgart, US Other OTC, Munich, Dusseldorf, Frankfurt, Berlin

#### **Kmenové akcie:**

**ISIN:** ES0144580Y14

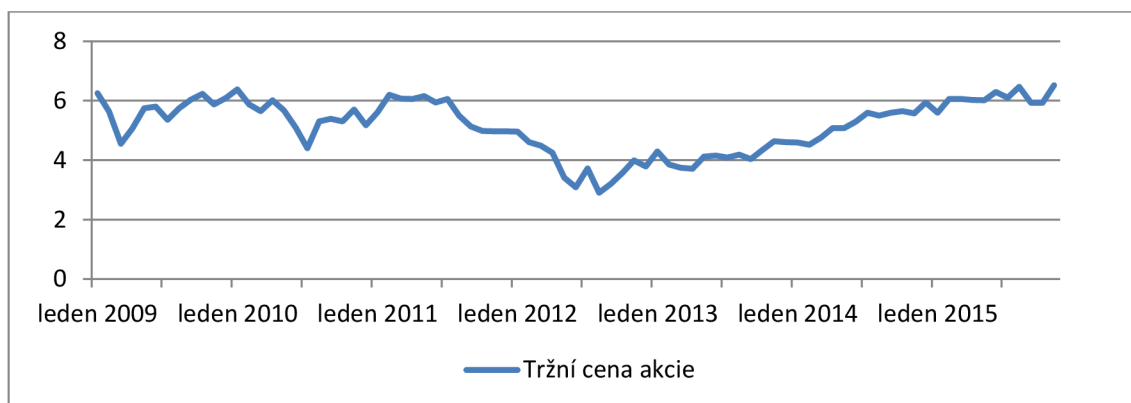
**Počet akcií k 30.9.2015:** 6 336 870 000

**Součástí indexu:** DAX, Dow Jones (DJ) Stoxx 50, DJ Euro Stoxx 50, DJ Stoxx Utilities Index, German dividend index (DivDAX), DJ Sustainability Index

#### **Tržní cena akcie**

Ceny akcií Iberdroly jsou nejnižší ze všech sledovaných energetických společností. Od roku 2009 do července 2011 se hodnota akcií pohybovala okolo 6 EUR/akcii. V tomto období nastal pouze jeden propad o přibližně 25% v červenci 2010, ale cena akcií se během relativně krátké doby vrátila na původní hodnotu. Od července 2011 měl cenový vývoj akcií klesající tendence přetrvávající až do června 2013, kdy akcie měly nejnižší hodnotu a to 2,91 EUR/akcii. Od té doby však cena akcií stabilně roste a v listopadu 2015 dosáhla hodnoty 6,52 EUR/akcii, což je za celé sledované období nejvyšší hodnota.

Graf 15: Vývoj tržní ceny akcie společnosti Iberdrola [EUR/akcii]

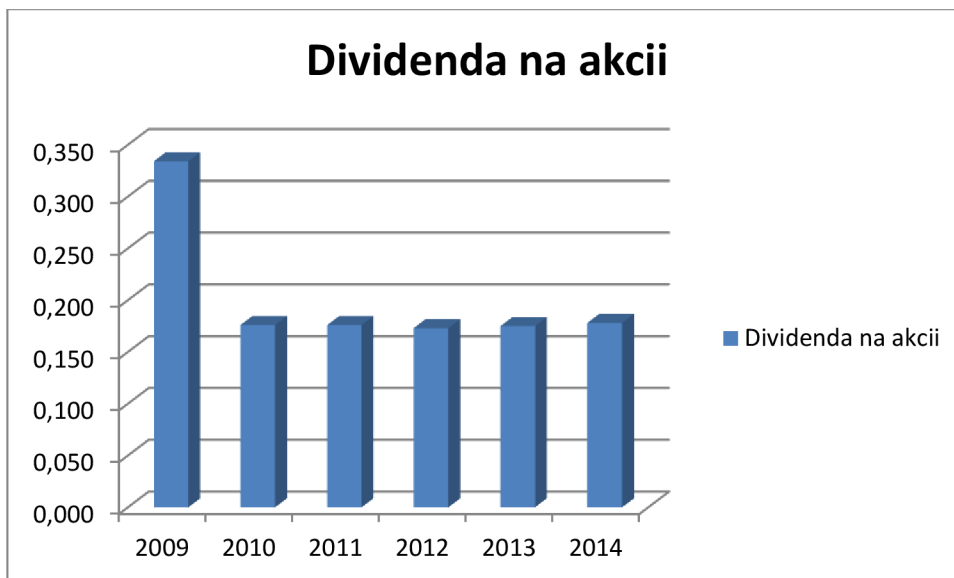


Zdroj: vlastní zpracování podle DigitalLook.com (36)

### **Dividendový vývoj**

V následujícím grafu dividendového vývoje můžeme vidět, že společnost Iberdrola vyplácí nejnižší dividendy na akcii ze všech analyzovaných společností, což je však logické s přihlédnutím na nejnižší ceny akcií. Dividenda na akcii v roce 2009 činila 0,334 EUR, v následujícím roce poklesla na 0,176 EUR a od té doby má až do současnosti stabilní vývoj, kdy se dividenda na akcii pohybuje v rozmezí 0,176 – 0,178 EUR. Výplatní poměr, který je zobrazený v tabulce č. 17, měl v prvním roce podobný průběh, neboť z 63% klesl v roce 2010 na 33 %. V následujících letech se postupně zvyšoval a v roce 2014 vyrostl až na hodnotu 49 %.

Graf 16: Vývoj dividendy na akcii společnosti Iberdrola [EUR/akcii]



Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Iberdrola (35)

Tabulka 17: Vývoj výplatního poměru společnosti Iberdrola

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výplatní poměr [%]	63	33	38	38	44	49

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Iberdrola (35)

## 7.4.2 Finanční analýzy

### Analýza zisku a tržeb

V tabulce vývoje tržeb a zisku můžeme sledovat růst tržeb z 25 891 mil. EUR v roce 2009 až na 34 201 mil. EUR v roce 2012. V následujícím roce došlo k výraznějšímu poklesu tržeb a to cca o 3 000 mil. EUR a v roce 2014 pokračoval pozvolný pokles tržeb o 1 000 mil. EUR. Výrobní kapacita poklesla mezi lety 2012 – 2014 přibližně o 2 GW a dále docházelo k poklesu cen elektřiny. Všechny tyto faktory mají celkový negativní vliv na tržby společnosti. Zisk společnosti Iberdrola se vyvíjel ve zkoumaných letech téměř stejným způsobem jako její tržby. K výraznějšímu poklesu došlo po roce 2012, který pokračoval i v roce 2014, ale již v menším rozsahu než v předchozím roce.

Tabulka 18: Vývoj tržeb a zisku společnosti Iberdrola [mil. EUR]

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	25 891	30 431	31 648	34 201	31 077	30 032
EBITDA	6 815	7 528	7 650	7 727	7 205	6 965
EBIT	4 509	4 829	4 504	4 377	2 435	3 941
EAT	2 938	2 941	2 805	2 841	2 572	2 327

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Iberdrola (35)



### Ukazatele rentability

Následující tabulka zobrazuje vývoj ukazatelů rentability. U ukazatele rentability vlastního kapitálu můžeme sledovat po celou dobu rovnoměrný klesající trend. V případě rentability aktiv jsou hodnoty také klesající až na rok 2012, kdy došlo k nepatrnému růstu. Trend rentability tržeb byl až do roku 2013 opět klesající. K největšímu poklesu došlo v letech 2012-2013 a to z hodnoty 12,80 % na 7,84 %. Od roku 2009 až do roku 2013 se hodnota ROS snížila o více než dvojnásobek. V roce 2014 se přerušil klesající trend a hodnota se navýšila na 13,12 %. Pokud se společnosti bude dařit udržet růstový trend i v následujících letech, bude to pro něj znamenat efektivnost v provozní oblasti.

**Tabulka 19: Vývoj ukazatelů rentability společnosti Iberdrola**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA [%]	3,38	3,14	2,89	2,93	2,86	2,48
ROE [%]	10,12	9,29	8,45	8,34	7,84	6,64
ROS [%]	17,42	15,87	14,23	12,80	7,84	13,12

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Iberdrola (35)

### Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost společnosti v letech 2010-2013 měla klesající trend a v roce 2013 dosáhla svého minima a to 60,33 %. Následující rok se mírně zvýšila a podnik využíval 61,53 % cizích zdrojů ke svému celkovému financování. Jak již bylo řečeno, energetické společnosti využívají při své vysoce nákladové činnosti ve velké míře cizí zdroje. Hodnoty celkové zadluženosti Iberdroly považují za relativně nízké, neboť při srovnání s ostatními zkoumanými společnostmi patří mezi ty s nejnižším využitím cizích zdrojů na celkovém financování. Ukazatel úrokového krytí se téměř ve všech letech pohyboval okolo hodnoty 3, což je považováno za přijatelné. Výjimka nastala v roce 2013, kdy hodnota ukazatele byla na svém minimu a to 1,738, což pro společnost není příliš pozitivní, nicméně v následujícím roce se povedlo tuto hodnotu zvýšit téměř o dvojnásobek.

**Tabulka 20: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti Iberdrola**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost [%]	65,87	67,62	65,17	64,30	60,33	61,53
Finanční páka	2,997	2,959	2,921	2,84	2,596	2,676
Úrokové krytí	3,034	3,239	2,799	2,689	1,738	3,306

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Iberdrola (35)

### Ukazatele tržní hodnoty

V tabulce č. 21 má ukazatel EPS klesající trend po celé sledované období, kdy se jeho hodnota postupně snížila z 0,53 na 0,37. Ukazatel P/E ratio vykazuje po celou dobu uspokojivé hodnoty. Nejvyšší hodnotu 14,37 měl v roce 2014, zatímco nejnižší byla vypočtena v roce 2012 a to 8,31. Iberdrola vyplácí nejnižší dividendy ze všech analyzovaných společností. Dividenda na akcii v roce 2009 činila 0,334 EUR, v následujícím roce poklesla téměř o polovinu na 0,176 EUR a od té doby má až do současnosti stabilní vývoj, kdy se dividenda na akcii pohybuje v rozmezí 0,176 – 0,178 EUR. Výplatní poměr měl v prvním roce podobný průběh, neboť z 63% klesl v roce 2010 na 33 %. V následujících letech se postupně zvyšoval a v roce 2014 vyrostl až na hodnotu 49 %. Dividendový výnos vykazoval nejvyšší hodnotu 5,78 % v roce 2009. V následujících dvou letech poklesl na 3,2 % a v roce 2012 se navýšil na 4,54 %. V posledním zkoumaném roce opět poklesl na 3,38%.

**Tabulka 21: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti Iberdrola**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EPS [EUR]	0,53	0,53	0,46	0,46	0,40	0,37
P/E	10,86	10,31	12,02	8,31	10,53	14,37
P/BV	1,05	0,94	0,98	0,69	0,75	0,96
Dividenda na akcii [EUR]	0,33	0,18	0,18	0,17	0,18	0,18
Dividendový výnos [%]	5,78	3,24	3,20	4,54	4,20	3,38
Výplatní poměr [%]	63	33	38	38	44	49

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti Iberdrola (35)

## 8 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ

Závěrečnou částí fundamentální akciové analýzy, podle které vytvořím investiční rozhodnutí, je mezipodnikové srovnání analyzovaných společností. Pro své výpočty jsem si vybrala dvě metody: metodu váženého podílu a bodovací metodu při diferencovaných váhách. Při srovnávání zvolím vhodné finanční ukazatele z předchozí kapitoly, kterým bude přidělena jejich váha podle přikládané důležitosti a dále charakter ukazatelů. Veškeré hodnoty budou zaznamenány do matice, ve které bude proveden i samotný výpočet.

### 8.1 Vybrané finanční ukazatele

V této podkapitole vyberu vhodné finanční ukazatele, kterým přiřadím jejich váhu podle důležitosti a určím jejich charakter. Do výběru ukazatelů zařadím některé z řad ukazatelů rentability, zadluženosti a dále ukazatele tržní hodnoty.

#### Rentabilita vlastního kapitálu

ROE zachycuje návratnost vlastních prostředků vložených investorem do podniku. Vzhledem ke skutečnosti, že jde o jednu z nejdůležitějších informací o efektivnosti, přiřazuji tomuto ukazateli váhu o hodnotě 3. Čím vyšší je hodnota ROE, tím je tato zpráva pozitivnější pro investory, proto je charakter ukazatele [+1].

#### Rentabilita tržeb

ROS určuje efektivnost z hlediska provozní činnosti podniku, informuje nás tedy o velikosti marže podniku. Váhu ukazatele stanovuju na hodnotu 2, charakter je [+1].

#### Celková zadluženost

Celková zadluženost podává informaci o financování podniku. Pokud společnosti využívají příliš cizích zdrojů, hrozí jim vyšší riziko platební neschopnosti. Pokud chtějí takové společnosti získat další cizí zdroje, bývají pro ně zpravidla dražší než pro společnosti s nižší celkovou zadlužeností. Váhu ukazatele přiřazuji na hodnotu 1, charakter je [-1].

#### Úrokové krytí

Dalším ukazatelem zadluženosti volím úrokové krytí, které určuje, kolikrát celkový zisk pokryje úrokové platby. Čím je hodnota ukazatele vyšší, tím vyšší je schopnost podniku

platit náklady spojené s využíváním cizího kapitálu. Váha ukazatele je 1 a charakter [+1].

#### „Price earnings ratio“

P/E ratio určuje, kolik peněžních jednotek jsou investoři ochotní obětovat za jednu peněžní jednotku ročního zisku, který připadá na danou akcii. Tomuto ukazateli přiřazují váhu o hodnotě 2, neboť se jedná o jeden z nejvyužívanějších ukazatelů na trhu. Charakter je [+1].

#### „Price to book value ratio“

Tržní ukazatel P/BV vyjadřuje poměr ceny akcie k její účetní hodnotě. Váhu přiřazují 2, neboť má podobnou vypovídací schopnost jako ukazatel P/E ratio. Charakter je [+1].

#### Dividendový výnos

Investoři často zařazují energetické společnosti do svého portfolia kvůli relativně vysokým a poměrně stabilním dividendám. Z tohoto důvodu zařazují mezi vybrané ukazatele i dividendový výnos a přiřazují mu váhu o hodnotě 2. Charakter je [+1].

## 8.2 Srovnávací matice

Hodnoty uvedené u ukazatelů v matici jsou vypočítané jako průměrné hodnoty z let 2009 – 2014, které byly uvedené v předchozí kapitole u jednotlivých společností. Matice dále obsahuje u každého ukazatele jeho váhu a charakter.

**Tabulka 22: Srovnávací matice**

Společnost	ROE	ROS	Celková zadluženost [%]	Úrokové krytí	P/E	P/BV	Dividendový výnos [%]
EDF	9,33	12,07	84,56	3,38	19,07	1,36	4,97
ENGIE	2,63	9,72	63,83	5,46	9,90	0,78	6,63
E.ON	5,10	6,80	73,15	5,14	2,55	0,99	5,57
IBERDROLA	8,45	13,55	64,14	2,80	11,07	0,90	4,06
Váha ukazatele	3	2	1	1	2	2	2
Charakter ukazatele	[+1]	[+1]	[-1]	[+1]	[+1]	[+1]	[+1]

Zdroj: vlastní zpracování

### **8.3 Metoda váženého podílu**

Při využití metody váženého podílu vydělím hodnotu každého ukazatele v příslušném sloupci matice aritmetickým průměrem jednotlivých ukazatelů. Tento podíl se dále vynásobí váhou, která byla přidělena odpovídajícímu ukazateli. Následně se u každé společnosti vypočítá součet výsledných hodnot ukazatelů a vydělí se součtem váhy ukazatelů. Výsledek je zaznamenán ve sloupečku „Průměr“, podle kterého následně získám výsledné pořadí společností podle vhodnosti investování. Srovnávací matice s výpočtem pořadí podniku podle bonity metodou váženého podílu je uvedena v příloze č. 1.

Z matice je zřejmé, že nejvhodnějším podnikem určeným k investování je EDF. Na druhém místě se umístila společnost Iberdrola. Třetí příčku obsadil podnik Engie následovaný v těsném závěsu společností E.ON. Je však nutné dodat, že hodnocení podniků touto metodou je do jisté míry subjektivní, neboť přestože jsem váhy ukazatelů volila podle důležitosti, je možné, že jiný investor by přiřadil zvoleným ukazatelům odlišné váhy, což by mohlo změnit i celkové pořadí podniků.

### **8.4 Bodovací metoda při diferencovaných vahách**

Při použití bodovací metody získá společnosti s nejlepší hodnotou posuzovaného ukazatele 100 bodů. Ostatní společnosti následně dostanou takový počet bodů, který je vypočítán na základě poměru k nejlepšímu ukazateli. Přiřazené hodnoty se následně vynásobí váhou příslušného ukazatele. Následný postup počítání je již stejný jako u předchozí metody až po určení pořadí společností. Srovnávací matice s výpočtem pořadí podniku podle bonity bodovací metodou při diferencovaných vahách je uvedena v příloze č. 2.

Využitím bodovací metody se potvrdilo stejné pořadí společností jako při předchozí metodě. První místo tedy obsadila společnost EDF, druhé místo Iberdrola, třetí místo Engie a na posledním místě se umístila společnost E.ON.

## 9 NÁVRH VLASTNÍHO INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ

Na základě provedené analýzy a vyhotovení parciálních cílů považuji za nejlepší investiční variantu akcie společnosti GDF a doporučuji je zařadit do podílového fondu spravovaným investičním manažerem. Tato francouzská energetická společnost si připisuje prvenství v největší výrobě energie pomocí jaderných elektráren a vodních elektráren v Evropě a z hlediska podílu tržeb umísťuje v Evropě druhou příčku. Při mezipodnikovém srovnání se v případě metody váženého podílu i u bodovací metody při diferencovaných vahách umístil na prvním místě se značným předstihem od ostatních společností.

Při podnikové analýze jednotlivých společností měla EDF oproti ostatním analyzovaným společnostem nejlepší vývoj tržeb, neboť vyjma roku 2013 byl zaznamenán po celé sledované období rostoucí trend tržeb. Zmíněný pokles tržeb v roce 2013 však nehodnotím negativně, protože právě v tomto roce zákazníci významně snížili spotřebu elektrické energie, což způsobilo u ostatních podniků mnohem výraznější pokles tržeb než u společnosti EDF. Jak již bylo řečeno dříve v průběhu práce, energetické společnosti jsou mimo jiné vhodné zařadit do svého portfolia kvůli stabilním a relativně vysokým dividendám. Společnost EDF vyplácela akcionářům v letech 2009 – 2011 dividendy ve výši 1,15 EUR/akcii a od roku 2012 navýšila dividendy na 1,25 EUR/akcii, což vydrželo až po současnost. Další pozitivní zprávou pro akcionáře je cíl společnosti, zveřejněný ve výroční zprávě z roku 2013, udržet výplatní poměr v rozmezí 55 – 65%, což v uplynulých letech podniku dařilo. Co se týče ostatních finančních ukazatelů, vesměs všechny dosahují dobrých hodnot. Jedinou oblastí, kterou bych doporučila v následujících letech sledovat, je celková zadluženost společnosti, neboť EDF poměrně dost využívá cizích zdrojů. Nicméně však nepředpokládám, že by se společnost měla dostat v následujících letech do problémů kvůli neschopnosti splácet své závazky.

Pokud by byla při nákupu akcií do podílového fondu výrazněji omezena výše finančního kapitál, doporučila investovat do akcií společnosti Iberdrola. Tato největší španělská energetická společnost se při mezipodnikovém srovnání umístila na druhém místě. Oproti společnosti EDF, jejíž akcie se v poslední době pohybují okolo 17 EUR/akcii, se akcie společnosti Iberdrola na burze prodávají za téměř třetinovou cenu, a to cca 6,5 EUR/akcii.

## 10 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo pomocí fundamentální akciové analýzy vypracovat investiční doporučení pro investičního manažera při rozhodování nákupu akcií některé z evropských energetických společností do podílového fondu. Při své práci jsem zvažovala společnosti EDF, Engie, E.ON a Iberdrola, neboť patří mezi nejvýznamnější a největší energetické společnosti na evropském trhu.

Před samotnou fundamentální analýzou jsem se věnovala popisu teoretických východisek, která jsem následně využila v praktické části práce. Samotná fundamentální analýza se skládala ze tří částí: globální analýza, odvětvová analýza a podniková analýza. Největší pozornost byla věnována podnikové analýze, na jejímž základě jsem následně provedla mezipodnikové srovnání a investiční doporučení.

Globální analýza byla zaměřená na makroekonomické ukazatele evropských států, protože všechny společnosti mají nejširší rozsah své činnosti právě v Evropě. Při této analýze jsem se věnovala růstu ekonomiky, úrokovým sazbám a inflaci a vyhodnocovala, jak tyto makroekonomické ukazatele ovlivňují vývoj akciových kurzů energetických společností. Analýza ukázala, že při rostoucí ekonomice roste i cena akcií a naopak v období recese klesá hodnota akciových kurzů. Velký vliv mají na vývoj ceny akcií úrokové sazby, neboť energetické společnosti využívají při financování svých nákladných investičních aktivit oproti jiným odvětvím ve velké míře cizí zdroje. Při vysokých úrokových sazbách se zvyšují náklady podniku, což negativně působí na ceny akcií. V posledních letech se úrokové sazby vyvíjely velmi pozitivně s klesajícím trendem. Vývoj inflace měl v posledních letech klesající průběh a v současné době se pohybuje ve většině analyzovaných zemí okolo půl procenta, což je pozitivní pro akciové kurzy.

V odvětvové analýze jsem se věnovala tržní struktuře odvětví, regulaci energetického odvětví a vývoji ceny elektřiny. Na evropském energetickém trhu je malý počet společností s dominantním postavením, které mají většinový podíl tržeb v tomto odvětví. V rámci regulace momentálně usiluje o významné změny Evropská unie, která vede boj proti globálnímu oteplování a dbá o ochranu životnímu prostředí. Cílem Evropské unie je snížení emisí skleníkových plynů proti roku 1990 o 20 – 30 % do roku 2020. Dalším cílem je zvýšení využití obnovitelných energetických zdrojů, aby se podílely z 20 % na pokrývání celkových energetických potřeb. Tato skutečnost

významně ovlivňuje v posledních letech všechny analyzované energetické společnosti, neboť investují do nových elektráren využívající obnovitelné zdroje. Při analýze cenového vývoje elektřiny byla zjištěna relativně stejná cena po celou sledovanou dobu. V následujících letech však očekávám mírný růst ceny zapříčiněný předpokládaným růstem ceny ropy.

Nejdůležitější částí této diplomové práce byla podniková analýza, ve které jsem představila všechny vybrané podniky, vypracovala vývoj tržní ceny akcií a dividendový vývoj a provedla finanční analýzu, kde jsem se zaměřila na analýzu zisku a tržeb, ukazatele rentability, zadluženosti a ukazatele tržní hodnoty. Z výsledků finanční analýzy jsem následně provedla mezipodnikové srovnání, při kterém jsem využila metodu váženého podílu a bodovací metodu při diferencovaných vahách. Při tomto srovnání se na prvním místě umístila francouzská společnost EDF, druhé místo obsadila španělská společnost Iberdrola, na třetím místě skončila francouzská společnost Engie v těsném závěsu německé společnosti E.ON.

Na základě veškerých získaných výsledků doporučuji do akciového podílového fondu jako nejvhodnější investiční variantu akcie společnosti EDF. Jde o největší francouzskou energetickou společnost, která je z hlediska tržeb druhou nejvlivnější společností na evropském energetickém trhu. Tato společnost měla nejpriznivější vývoj tržeb ze všech analyzovaných podniků a výše dividendy na akcii činila v posledních letech 1,25 EUR/akcii. Při nákupu akcií energetické společnosti bych doporučila především dlouhodobou investiční strategii, která bude zaměřená na dividendový výnos.



## Seznam použité literatury

1. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. ISBN 978-80-7418-128-3.
2. JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009, 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
3. JÍLEK, Josef. *Finanční trhy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997, 527 s. ISBN 80-7169-453-3.
4. JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
5. Businesscenter.cz *Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích* [online]. ©1998 - 2016. [cit. 2015-08-25]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchodni-korporace/cast1h5d3.aspx>
6. BREALEY, R. A., S. C. MYERS a F. ALLEN. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. vyd. Brno: BizBooks, 2014, 1096 s. ISBN 978-80-265-0028-5.
7. GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 2. rozšířené vyd. Praha: Grada Publishing, 2005, 174 s. ISBN 80-247-1205-5
8. KOSTOLANY, A. *Kostolanyho burzovní seminář pro kapitálové investory a spekulanty*. 3.vyd. Havlíčkův Brod: Mirage Distribution, 2008, 207 s. ISBN 80-238-5969-2.
9. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*, Praha: C.H.Beck, 2005., s. 137. ISBN 80-7179-321-3
10. REŽŇÁKOVÁ, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*, 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2012, 142 s.. ISBN 978-80-247-1835-4
11. Peníze.cz *Investice: střední horizont aneb nejtěžší rozhodnutí* [online]. © 2000 – 2016. [cit. 2015-08-23]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/investice/15570-investice-stredni-horizont-aneb-nejtezsi-rozhodnuti>
12. Eurostat: *Your key to European statistics* [online]. [cit. 2015-9-15]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>
13. Stox.com *EURO STOXX® TMI Utilities* [online]. [cit. 2015-9-15]. Dostupné z: <https://www.stox.com/index-details?symbol=BUTT&stoxindex=butt&searchTerm=EURO+STOXX%C2%AE+TMI+Utilities>

14. OECD.com *Domestic product* [online]. © 2015. [cit. 2015-9-15] Dostupné z: <https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm#indicator-chart>
15. OECD.com *Interest rates* [online]. © 2015. [cit. 2015-9-23] Dostupné z: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>
16. OECD.com *Prices* [online]. © 2015. [cit. 2015-9-23] Dostupné z: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>
17. Bloomberg.com *Industry Market Leaders* [online]. [cit. 2015-9-26 ] Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/visual-data/industries/detail/utilities/amf>
18. Energetika-eu.cz *Priority evropské unie v energetice* [online]. [cit. 2015-9-27 ] Dostupné z: <http://www.energetika-eu.cz/>
19. Eurostat: *Your key to European statistics* [online]. [cit. 2015-9-28]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/energy/data/database>
20. EDF.fr *History* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-2]. Dostupné z: <https://www.edf.fr/en/the-edf-group/world-s-largest-power-company/history>
21. EDF.fr *EDF at glance* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-2]. Dostupné z: <https://www.edf.fr/en/the-edf-group/world-s-largest-power-company/history>
22. EDF.fr *Management report – group results 2014* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-2]. Dostupné z: [https://www.edf.fr/sites/default/files/contrib/groupe-edf/espaces-dedies/espace-finance-fr/informations-financieres/informations-reglementees/resultats-financiers---annuel/2014/2014\\_management\\_report\\_group\\_results.pdf](https://www.edf.fr/sites/default/files/contrib/groupe-edf/espaces-dedies/espace-finance-fr/informations-financieres/informations-reglementees/resultats-financiers---annuel/2014/2014_management_report_group_results.pdf)
23. DigitalLook.com: *EDF* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-4]. Dostupné z: <http://www.digitallook.com/equity/EDF/share-prices/download>
24. EDF.fr *Annual Results* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-4]. Dostupné z: <https://www.edf.fr/en/the-edf-group/dedicated-sections/finance/financial-information/regulated-information/financial-results>
25. Engie.com *Summary* [online]. [cit. 2015-10-15]. Dostupné z: <http://www.engie.com/en/group/summary/>
26. Engie.com *Thi History of the ENGIE Group Results* [online]. [cit. 2015-10-15]. Dostupné z: <http://www.engie.com/en/group/history-engie-group/>
27. Engie.com *Investors Area* [online]. [cit. 2015-10-15]. Dostupné z: <http://www.engie.com/en/investors-area/>
28. DigitalLook.com: *GDF Suez* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-15]. Dostupné z: [http://www.digitallook.com/equity/GDF\\_Suez/share-prices/download](http://www.digitallook.com/equity/GDF_Suez/share-prices/download)

29. E.ON.com *Who we are. An overview.* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-26].  
Dostupné z: <http://www.eon.com/en/about-us/profile.html>
30. E.ON.com *E.ON History.* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-26]. Dostupné z:  
<http://www.eon.com/en/about-us/profile/history.html>
31. E.ON.com *E.ON Publications.* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-26]. Dostupné z:  
<http://www.eon.com/en/about-us/publications/search-publications.html>
32. DigitalLook.com: *E.ON SE* [online]. © 2016. [cit. 2015-10-26]. Dostupné z:  
[http://www.digitallook.com/equity/E\\_On\\_SE-9892/share-prices/download](http://www.digitallook.com/equity/E_On_SE-9892/share-prices/download)
33. IBERDROLA.es *A Great Company* [online]. © 2016. [cit. 2015-11-3]. Dostupné  
z: <http://www.iberdrola.es/about-us/a-great-company/>
34. IBERDROLA.es *Our History* [online]. © 2016. [cit. 2015-11-3]. Dostupné z:  
<http://www.iberdrola.es/about-us/a-great-company/our-history/>
35. IBERDROLA.es *Digital Archives* [online]. © 2016. [cit. 2015-11-3]. Dostupné  
z: <https://www.iberdrola.es/shareholders-investors/your-tools/digital-archive/>
36. DigitalLook.com: *Iberdrola* [online]. © 2016. [cit. 2015-11-3]. Dostupné z:  
<http://www.digitallook.com/equity/Iberdrola/share-prices/download>

## Seznam grafů

Graf 1: Míra růstu reálného HDP .....	45
Graf 2: Míra růstu akciového indexu EURO STOXX ® TMI Utilities [%] .....	45
Graf 3: Predikce budoucí míry růstu HDP .....	46
Graf 4: Vývoj úrokových sazeb v letech 2003 – 2014 [%] .....	48
Graf 5: Vývoj inflace v letech 2003 – 2014 [%].....	49
Graf 6: Podíl energetických společností na evropském trhu .....	51
Graf 7: Cenový vývoj elektřiny pro domácnosti [EUR/KWh] .....	53
Graf 8: Cenový vývoj elektřiny pro podniky [EUR/KWh] .....	53
Graf 9: Vývoj tržní ceny akcie společnosti EDF [EUR/akcii].....	56
Graf 10: Vývoj dividendy na akcii společnosti EDF [EUR/akcii] .....	57
Graf 11: Vývoj tržní ceny akcie společnosti Engie [EUR/akcii].....	61
Graf 12: Vývoj dividendy na akcii společnosti Engie [EUR/akcii].....	62
Graf 13: Vývoj tržní ceny akcie společnosti E.ON [EUR/akcii].....	66
Graf 14: Vývoj dividendy na akcii společnosti E.ON [EUR/akcii].....	67
Graf 15: Vývoj tržní ceny akcie společnosti Iberdrola [EUR/akcii] .....	71
Graf 16: Vývoj dividendy na akcii společnosti Iberdrola [EUR/akcii] .....	72

## **Seznam obrázků**

Obrázek 1: Magický trojúhelník .....	15
Obrázek 2: Schéma finančních rizik .....	18

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Výchozí matice pro vzájemné porovnávání podniků .....	42
Tabulka 2: Vývoj výplatního poměru společnosti EDF .....	57
Tabulka 3: Vývoj tržeb a zisku společnosti EDF [mil. EUR] .....	58
Tabulka 4: Vývoj ukazatelů rentability společnosti EDF .....	58
Tabulka 5: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti EDF .....	59
Tabulka 6: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti EDF .....	59
Tabulka 7: Vývoj výplatního poměru společnosti Engie.....	62
Tabulka 8: Vývoj tržeb a zisku společnosti Engie [mil. EUR].....	63
Tabulka 9: Vývoj ukazatelů rentability společnosti Engie .....	63
Tabulka 10: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti Engie.....	63
Tabulka 11: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti Engie .....	64
Tabulka 12: Vývoj výplatního poměru společnosti E.ON.....	67
Tabulka 13: Vývoj tržeb a zisku společnosti E.ON [mil. EUR].....	67
Tabulka 14: Vývoj ukazatelů rentability společnosti E.ON .....	68
Tabulka 15: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti E.ON.....	68
Tabulka 16: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti E.ON .....	69
Tabulka 17: Vývoj výplatního poměru společnosti Iberdrola .....	72
Tabulka 18: Vývoj tržeb a zisku společnosti Iberdrola [mil. EUR] .....	72
Tabulka 19: Vývoj ukazatelů rentability společnosti Iberdrola.....	73
Tabulka 20: Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti Iberdrola .....	73
Tabulka 21: Vývoj ukazatelů tržní hodnoty společnosti Iberdrola.....	74
Tabulka 22: Srovnávací matice.....	76

## Seznam použitých zkratk

BV	Book Value
CF	Cash Flow
CK	Cizí kapitálshare
DPS	Dividend per
DY	Dividend Yield
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ECB	European Central Bank
EDF	Électricité de France
EPS	Earnings per Share
EU	European Union
EUR	Euro
E/P	Earnings yield
GW	Gigawatt
HDP	Hrubý domácí produkt
HV	Hospodářský výsledek
KWh	Kilowatthodina
MWh	Megawatthodina
OA	Oběžná aktiva
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
P/BV Ratio	Price to Book Value Ratio
P/E Ratio	Price to Earnings Ratio
ROA	Return on Assets
ROE	Return to Equity
ROS	Return to Sales
S.A.	Société Anonyme
SE	Societas Europaea
VK	Vlastní kapitál

## **Seznam příloh**

Příloha č. 1 - Výpočet pořadí podniků podle bonity metodou váženého podílu

Příloha č. 2 - Výpočet pořadí podniků podle bonity bodovací metodou při  
diferencovaných váhách



**Příloha č. 1 - Výpočet pořadí podniků podle bonity metodou váženého podílu**

	ROE	ROS	Celková zadluženost	Úrokové krytí	P/E	P/BV	Dividendový výnos [%]	Součet	Průměr	Pořadí
Aritmetický průměr	6,38	10,53	71,42%	4,20	10,64	1,01	5,31			
<b>EDF</b>	4,39	2,29	0,84	0,80	3,58	2,70	1,87	16,49	1,27	<b>1.</b>
<b>ENGIE</b>	1,24	1,85	1,12	1,30	1,86	1,55	2,50	11,41	0,88	<b>3.</b>
<b>E.ON</b>	2,40	1,29	0,98	1,23	0,48	1,97	2,10	10,44	0,80	<b>4.</b>
<b>IBERDROLA</b>	3,97	2,57	1,11	0,67	2,08	1,78	1,53	13,71	1,05	<b>2.</b>
Váhy ukazatelů	3	2	1	1	2	2	2	13		
Charakter ukazatelů	[+1]	[+1]	[-1]	[+1]	[+1]	[+1]	[+1]			

Zdroj: vlastní zpracování

**Příloha č. 2 - Výpočet pořadí podniků podle bonity bodovací metodou při diferencovaných váhách**

	ROE	ROS	Celková zadluženost	Úrokové krytí	P/E	P/BV	Dividendový výnos [%]	Součet	Průměr	Pořadí
<b>EDF</b>	300,00	178,13	75,48	61,79	200,00	200,00	149,85	1165,24	89,63	<b>1.</b>
<b>ENGIE</b>	84,39	143,45	100,00	100,00	103,84	114,91	200,00	846,60	65,12	<b>3.</b>
<b>E.ON</b>	163,85	100,42	87,26	94,12	26,72	145,48	168,21	786,05	60,47	<b>4.</b>
<b>IBERDROLA</b>	271,55	200,00	99,52	51,27	116,09	131,30	122,43	992,16	76,32	<b>2.</b>
Váhy ukazatelů	3	2	1	1	2	2	2	13		
Charakter ukazatelů	[+1]	[+1]	[-1]	[+1]	[+1]	[+1]	[+1]			

Zdroj: vlastní zpracování