

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Diplomová práce

Fundamentální analýza akcií

Bc. Martin Šitta

© 2013 ČZU v Praze

!!!

**Místo této strany vložíte zadání diplomové práce.
(Do jedné vazby originál a do druhé kopii)**

!!!

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Fundamentální analýza akcí" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 20.3.2013

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Daniele Pfeiferové za odbornou pomoc a rady při zpracování této diplomové práce.

Fundamentální analýza akcií

The fundamental analysis of shares

Souhrn

Fundamentální analýza je jednou z možností hodnocení akcií. Vedle technické a psychologické analýzy se snaží určit vnitřní hodnotu akcie respektive nadhodnocení či podhodnocení akcie oproti současné tržní ceně.

Diplomová práce ve své teoretické části obsahuje základní informace o akciích, dále pak zachycuje podstatu fundamentální analýzy, obsah jejích nejdůležitější částí, včetně modelů na určení vnitřní hodnoty.

Praktická část je zaměřena na makroekonomickou analýzu, kde zachycuje stav a vývoj hlavních makroekonomických indikátorů. Dále se zabývá energetickým odvětvím a hlavně problematikou emisních povolenek, které mají na stav a vývoj energetického odvětví významný podíl. V poslední části tj. firemní analýze je provedena horizontální analýza výkazů společnosti ČEZ a.s. Následná analýza poměrových ukazatelů je zaměřena na nejdůležitější ukazatele, mezi které patří likvidita, rentabilita, zadluženost, ukazatele vycházející z peněžních toků a také ukazatele vycházející z tržní ceny akcie. Poté je pomocí dividendového diskontního modelu určena vnitřní hodnota akcie.

Klíčová slova: akcie, akciová společnost, fundamentální analýza, akciový kurz, cenné papíry, diskontní modely, vnitřní hodnota.

Summary

Fundamental analysis is one of the options the guest shares, in addition to the technical and psychological analysis to determine intrinsic value shares and determine the overestimation or underestimation of shares, compared to the current market price.

The theoretical part contains basic information about shares, also capture the essence of the fundamental analysis, the most important parts, and their contents, including possible models for the determination of intrinsic values.

The practical part is focused on macro-economic analysis, which captures the status and evolution of major macroeconomic indicators. It is also focus on the energy sector, and especially the issue of emission allowances, which are important for evolution of the energy sector. In the last section, corporate analysis is carried out horizontal analysis of statements of ČEZ a.s. Consequent analysis of financial ratios is focused on the most important indicators, which include liquidity, profitability, indebtedness, indicators based on cash flow and especially indicators based on the market price of the shares. After using the dividend discount model is determined the intrinsic value of the shares

Keywords: stock, stock corporation, fundamentel analysis, stock exchange, discount models, intrinsic value.

Obsah

1	ÚVOD.....	9
2	CÍL PRÁCE A METODIKA.....	10
3	LITERÁRNÍ REŠERŠE	13
	3.1 Charakteristika cenných papírů	13
	3.2 Druhy analýz.....	15
	3.3 Fundamentální analýza	16
	3.3.1 Globální fundamentální analýza	17
	3.3.2 Odvětvová fundamentální analýza.....	19
	3.3.3 Firemní fundamentální analýza	20
4	FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ČEZ a.s.....	39
	4.1 Charakteristika společnosti	39
	4.2 Makroekonomická fundamentální analýza.....	40
	4.3 Odvětvová fundamentální analýza.....	42
	4.4 Firemní fundamentální analýza	46
	4.4.1 Výkaz skupiny ČEZ.....	48
	4.4.2 Analýza poměrových ukazatelů.....	51
	4.4.3 Dividendový diskontní model.....	56
5	ZÁVĚR	58
6	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	60
7	PŘÍLOHY	63

1 ÚVOD

Fundamentální analýza je jednou z cest ke zjištění podhodnocení či nadhodnocení aktuální ceny akcie. Vedle této analýzy je v praxi používána také technická analýza, která se využívá pro předpověď budoucích cenových pohybů na základě analýzy minulých dat. Vhodným doplňkem těchto dvou analýz je psychologická analýza, jelikož zkoumá lidské chování při investování. Nákup či prodej nemusí být ovlivněn současným případně předpokládaným vývojem společnosti, ale přehnanou reakcí na určitou zprávu nebo jednání skupiny investorů.

Fundamentální analýza se snaží zhodnotit pomocí makroekonomické analýzy stav a budoucí vývoj ekonomiky a její dopad na vývoj společnosti v závislosti na jednotlivých makroekonomických indikátorech. Odvětvová část je zaměřena na energetické odvětví respektive stav a vývoj hlavních faktorů, které toto odvětví ovlivňují. Firemní analýza se snaží zhodnotit finanční zdraví společnosti s využitím horizontální analýzy výkazů a analýzy poměrových ukazatelů.

Ať už jde o analýzu fundamentální, technickou nebo psychologickou, je nutné brát v potaz jejich nedostatky, v ideálním případě tyto analýzy kombinovat ke správnému ohodnocení akcií. Technická analýza se používá pro predikci budoucího chování ze zkoumání minulého. Tento přístup se může zdát jako ideální, nicméně je nutné si uvědomit, že prostředí a situace v minulosti, ve které se společnost a trh nacházely, se znova opakovat nebudou. Psychologická analýza teoreticky sama o sobě fungovat může, nicméně by se jednalo o velice rizikové investování.

2 CÍL PRÁCE A METODIKA

Cíl práce

Cílem práce je na základě fundamentální akciové analýzy zachytit významné vlivy působící na vývoj kurzu akcie, ohodnotit kurz zvoleného akciového titulu a stanovit jeho vnitřní hodnotu. Dílčím cílem je zaznamenat teoretická východiska týkající se problematiky fundamentální analýzy.

Metodika práce

Metodika literární rešerše je založena na studiu tištěných odborných publikací, jejich komparaci a zaznamenání informací týkajících se jednotlivých částí fundamentální analýzy. Potřebné informace nedostupné v tištěné formě byly získány z internetových zdrojů, převážně ze stránek Českého statistického úřadu a stránek společnosti ČEZ a.s.

V praktické části byla použita metoda fundamentální akciové analýzy, která se skládá z makroekonomické, odvětvové a firemní analýzy. V makroekonomické analýze jsou analyzovány převážně data poskytovaná Českým statistickým úřadem. Přesněji jde o data týkající se hrubého domácího produktu, inflace, zaměstnanosti a úroků.

Odvětvová analýza se zabývá hlavními faktory ovlivňujícími stav a vývoj energetiky. V případě energetického odvětví jsou těmito faktory emisní povolenky a podpora obnovitelných zdrojů energie.

Firemní analýza zahrnuje analýzu vývoje kurzu ceny akcií společnosti ČEZ a.s. a jejich hospodářských výsledků. Dále je využita horizontální analýza jednotlivých účetních výkazů společnosti a grafické zobrazení vývoje vybraných položek od roku 2008. Dalším bodem firemní analýzy je výpočet vybraných poměrových ukazatelů a zhodnocení jejich vývoje. Jedná se o ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a v neposlední řadě ukazatele vycházející z údajů o peněžních tocích a informací z kapitálového trhu. K výpočtu ukazatelů rentability jsou využity následující vzorce:

$$ROE = \frac{\text{Zisk (EBT, poř. EAT)}}{\text{Vlastní kapitál}} (\times 100 = \text{ROE v \%})$$

$$ROA = \frac{\text{Zisk (EBIT)}}{\text{Investovaný kapitál (celková aktiva)}} (\times 100 = \text{ROA v \%})$$

$$ROS = \frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby (výnosy)}} (\times 100 = \text{ROS v \%})$$

Dále jsou využity poměrové ukazatele likvidity, tj. ukazatele schopnosti podniku přeměnit majetek na prostředky schopné uhradit jeho závazky:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobá pasiva}}$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobá pasiva}}$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobá pasiva}}$$

Z ukazatelů zadluženosti jsou použity vzorce pro výpočet věřitelského rizika, míry zadluženosti vlastního kapitálu cizími zdroji a doba splácení dluhu:

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková pasiva}} (\times 100 = \%)$$

$$\text{Míra zadluženosti VK cizími zdroji} = \frac{\text{Dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{Celková pasiva}} (\times 100 = \%)$$

$$\text{Doba splácení dluhu} = \frac{\text{cizí zdroje} + \text{úroky}}{\text{Zisk před daněmi, odpisy a úroky (EBITDA)}} (\times 100 = \%)$$

Z poměrových ukazatelů vycházejících z cash-flow jsou použity následující ukazatele:

$$\text{Rentabilita kapitálu} = \frac{\text{CF z provozní oblasti}}{\text{Kapitál (cizí, vlastní)}} (\times 100 \text{ v \%})$$

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{Roční tržby}} (\times 100 \text{ v \%})$$

$$\text{Stupeň oddlužení} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{Cizí kapitál}} \quad (\times 100 \text{ v } \%)$$

Jako důležité ukazatele vyplývající z informací kapitálového trhu jsou použity:

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Zisk po zdanění na 1 akcii}}$$

$$P/B = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Účetní hodnota akcie}}$$

$$\text{Dividendový poměr} = \frac{\text{Dividenda na 1 akcii}}{\text{Zisk po zdanění na 1 akcii}} \quad (\text{Kubíčková, 2006}).$$

Posledním bodem firemní analýzy je odhad vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu. Pro tento výpočet byl použit následující vzorec:

$$V_0 = D_1 \frac{1}{r - g} = D_0 \frac{1 + g}{r - g}$$

Kde: V_0 je vnitřní hodnota akcie,

D je dividenda vyplacená v jednotlivých letech,

r je požadovaná výnosová míra,

g je tempo růstu dividend (Krabec, 2007)

Vypočtená vnitřní hodnota akcie společnosti ČEZ a.s. je následně srovnána s její aktuální tržní cenou. V případě, kdy je vnitřní hodnota vyšší než tržní cena, lze tuto akcii považovat za podhodnocenou. Naopak pokud je vnitřní hodnota nižší, akcie je pravděpodobně nadhodnocena.

3 LITERÁRNÍ REŠERŠE

3.1 Charakteristika cenných papírů

Obchodní zákoník charakterizuje akcii jako cenný papír, se kterým jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle zákona a stanov na řízení akciové společnosti, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zániku (Dědič, 2012). Právo podílet se na řízení společnosti je nutno chápat v souvislosti s výší akciového podílu vlastněného akcionářem. Ten má právo účastnit se valné hromady, podávat pozměňovací návrhy, požadovat vysvětlení a zejména hlasovat o navržených bodech (Krabec, 2007). Akcie je cenný papír představující podíl na vlastnictví akciové společnosti. Společnost vydává akcie za účelem získání peněz pro svůj vznik nebo rozvoj aktiv (Jílek, 2009).

Akcie mohou být vydány v souladu se zvláštním zákonem a to v listinné nebo zaknihované podobě. Akcie musí obsahovat firmu a sídlo společnosti a jmenovitou hodnotu. Dále pak označení formy akcie, u akcie na jméno firmu, název nebo jméno akcionáře, výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie a v neposlední řadě datum emise (Jílek, 2009)

Jmenovitá hodnota listinného cenného papíru, se rozumí peněžní částka, která je na něm uvedena. U zaknihovaných cenných papírů je jmenovitá hodnota částka uvedená jako jmenovitá hodnota cenného papíru v evidenci zaknihovaných cenných papírů (Dědič, 2012). Český právní řád vyžaduje uvedení jmenovité hodnoty. Praxe na vyspělých trzích (zejména v USA) je však taková, že řada emisí akcií jmenovitou hodnotu jedné akcie neuvádí. To může z čistě právního pohledu působit problémy při posuzování, zda taková zahraniční akcie splňuje náležitosti cenného papíru podle české legislativy (Krabec, 2007).

Emisní kurz akcie je částka, za niž společnost vydá akcie. Jmenovitá hodnota musí být vyšší, než je emisní kurz. Pokud je emisní kurz vyšší než jmenovitá hodnota akcie, pak tento rozdíl tvoří emisní ážio. Rozdíl mezi hodnotou nepeněžitého vkladu a jmenovitou

hodnotou akcií, které mají být vydány akcionáři jako protiplnění, se považují za emisní ážio (Jílek, 2009).

Tržní hodnota akcie je taková hodnota, která je vyhlášena na tuzemské či zahraniční burze nebo na jiném regulovaném trhu. Tato hodnota je ovlivňována také mnoha činiteli, které nemají souvislost s vývojem konkrétní společnosti či ekonomiky. Takovými faktory jsou například existence velkého kupního či prodejního příkazu pro konkrétní titul. Tyto faktory nemají vliv na kapitál jednotlivých podniků. Tržní hodnotu akcie mohou ovlivnit vyšší úrokové míry znamenající konkurenci pro rizikovější aktiva (akcie) a ceny akcií klesnou, jelikož dojde ke snížení podílu akcií v portfoliích investorů ve prospěch dluhopisů (Jílek, 2009).

Druhy akcií:

kmenové akcie – jsou takové akcie, s nimiž nejsou spojena žádná zvláštní práva a povinnosti (Dědič, 2012)

prioritní akcie – S těmito akciemi mohou stanovy spojit buď právo na vyšší dividendu či vyšší podíl na likvidačním zůstatku anebo právo na vyšší dividendu či vyšší podíl na likvidačním zůstatku. Je milnou představou, že s prioritními akciemi nemůže být spojeno hlasovací právo. Obchodní zákoník však nevyklučuje majitele z možnosti hlasovat na valné hromadě. Připouští pouze, aby – nestanoví-li zvláštní přepis jinak – stanovy akciové společnosti určily vydání prioritních akcií, s nimiž není spojeno právo hlasování na valné hromadě. Obchodní zákoník limituje vydání prioritních akcií tak, že souhrn jejich jmenovitých hodnot nesmí překročit polovinu základního kapitálu akciové společnosti (Dědič, 2012).

zaměstnanecké akcie - Vydávání zaměstnaneckých akcií jako zvláštní druh akcie byl zrušen a místo toho je možné, aby stanovy společnosti určily, že mohou zaměstnanci nabývat akcie za zvýhodněných podmínek (Dědič, 2012).

Akcie může znít:

na jméno – Obchodní zákoník ukládá společnosti, která vydala akcie na jméno, povinnost vést seznam akcionářů, do kterého se zapisuje označení druhu a formy akcie, její jmenovitá hodnota, firma nebo název a sídlo právnické osoby případně jméno a adresa fyzické osoby, která je akcionářem (Dědič, 2012).

na majitele – V tomto případě je akcie neomezeně převoditelná. Práva spojená s listinou akcií na majitele vykonává ten, kdo jí předloží. Práva spojená se zaknihovanou akcií na majitele vykonává osoba vedená v evidenci zaknihovaných cenných papírů (Jílek, 2009).

3.2 Druhy analýz

Společnosti, zabývající se činností na finančních trzích, zaměstnávají makléře, investiční manažery, analytiky, investiční strategy a další profese potřebné pro chod společnosti. Úlohou finančních analytiků je najít na finančních trzích zajímavé investiční příležitosti, které investorovi přinesou nadprůměrný výnos. Mezi hlavní druhy analytických metod patří fundamentální, technická a psychologická analýza (Krabec, 2007).

Fundamentální analýza

Analytici někdy poukazují na koncept vnitřní hodnoty akcie. Definují ji však obecně a mlhavě, a to jako hodnotu, která by odpovídala fundamentální veličinám. Vypočtená vnitřní hodnota je porovnána s tržní cenou a tím stanoveno zda je daná akcie podhodnocena či nadhodnocena. Firemní analýza studuje výkonnost společnosti v minulosti na základě aktivit společnosti jako celku (Jílek, 2009).

Technická analýza

Na rozdíl od fundamentální analýzy nehledá vnitřní hodnotu analýzou dat z ekonomického prostředí, ale vychází z rozboru historických časových řad parametrů, souvisejících s obchodováním na finančním trhu. Používanými parametry jsou především kurz (cena) finančního instrumentu nebo objem realizovaných obchodů s tím instrumentem na burze. Na základě tohoto historického vývoje se snaží predikovat budoucí vývoj. Snaží

se odhalit, jakému typu trendu podléhá v současnosti vývoj kurzu akcie a jestli nastane jeho změna (Krabec, 2007).

Psychologická analýza

Tato analýza je založena především na tom, že na kurzy cen akcií nebo jiných cenných papírů mají vliv zejména v krátkém časovém intervalu psychologické reakce investorů a obchodníků. Je mnoho obchodníků, kteří zareagují např. na velmi špatnou nebo dobrou zprávu z médií neadekvátně a začnou bez uvážení nakupovat nebo prodávat. Psychologická analýza staví na tom, že reakce lidí nebudou racionálně podložené. U této analýzy se nezkoumá samotný kurz, ale nálada na trhu a tím i nálada obchodníků na něm obchodujících (Psychologická analýza, 2012)

3.3 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza se snaží zodpovědět otázku, které akcie jsou nadhodnocené a které podhodnocené. Snaží se využít exaktní početní metody posuzování finančních ukazatelů podniků. Hlavní problém fundamentální analýzy je obtížnost získávání a hlavně věrohodnost potřebných dat. Jsou-li finanční údaje zkreslené, je všechno špatně. Cena akcií je nadhodnocená a akcionáři kupují akcie, jejichž cena vychází z výsledků hospodaření, které jsou ve skutečnosti horší. Akcie jsou tedy předražené již v době, kdy ji investor kupuje. Až to akcionáři zjistí, tak přehnaná reakce trhu takové akcie pošle níž, než kam by podle správných výsledků podniku patřily (Jílek, 2009).

Fundamentální analýza se zabývá analýzou firmy, která akcie emitovala, a jejím cílem je ocenění příslušné akcie. Nicméně je žádoucí vzít v úvahu, v jakém prostředí se daná firma pohybuje. Z tohoto pohledu je nutné se v analýze zabývat jak odvětvím, do kterého společnost svou činností patří, tak úrovní a trendy ve vývoji celkové ekonomiky země, kde se nachází. V případech, kdy analyzovaná firma dováží vstupní komponenty pro svoji výrobu ze zahraničí, či naopak významnou část produkce vyváží, je vhodné vzít v potaz i trendy v příslušných zemích v zahraničí. Součástí ocenění v takovém případě musí být zvážení rizika z pohybu směnných kurzů měn. Z těchto důvodů je při analýze akcií

preferován komplexní přístup, který zahrnuje všechny tři stupně fundamentální analýzy (Krabec, 2007).

3.3.1 Globální fundamentální analýza

Hlavní součástí globální fundamentální analýzy je analýza makroekonomická, jejíž úlohou na finančních trzích je predikovat makroekonomický vývoj a odhadnout vliv makroekonomických impulsů na kurzy finančních instrumentů. V případě makroekonomických impulsů se jedná v první řadě o makroekonomická data a jejich změny. Nicméně makroekonomická úroveň dané země je výrazným způsobem ovlivněna globálním makroekonomickým prostředím (Krabec, 2007).

Při hledání odpovědí na otázky vývoje celé ekonomiky je nutné zaměřit se na ukazatele hodnoty HDP, vývoje akciových trhů a indexy spotřebitelských očekávání. Pro další vývoj akcií a trhů obecně je velmi důležitým ukazatelem úroková míra. Státy díky ní určují hodnotu peněz, určují nepřímo úroky komerčních bank a ovlivňují tak míru půjčování a investic v ekonomice. Zároveň ovlivňují míru inflace a tím snahu investorů chránit své zisky (Štýbr, 2011)

Globální fundamentální analýza je nejen o analýze makroekonomické, ale patří do ní také tzv. geopolitické vlivy. Mezi ně lze zahrnout například významnější politické problémy mezi státy (Krabec, 2007). Mezi tyto problémy lze zařadit například teroristické útoky, vládní demise či neočekávané výsledky voleb (Štýbr, 2011).

Hrubý domácí produkt

Hlavním ukazatelem ekonomického vývoje je hrubý domácí produkt. Akciové kurzy předbíhají o tři až devět měsíců před vývojem ekonomiky. Tento nesoulad je dán především tím, že cena akcie odráží budoucí zisky. Pokud je očekávání kladné a předpokladem je pozitivní vývoj HDP, dochází k nákupům akcií a logicky tak roste jejich cena. Růst akciových trhů poté navozuje optimistickou atmosféru, což ovlivňuje chování firem i spotřebitelů. Ti jsou zainteresováni k vyšší investiční činnosti a v konečném důsledku je dopadem zvýšení reálného výstupu ekonomiky. Naproti tomu pokles akciových kurzů potlačí investice a sníží se i celkový výstup. Nicméně se nelze domnívat,

že růst či pokles HDP závisí pouze na očekávání investorů. Mezi další významné zdroje ekonomického růstu patří růst výrobních faktorů a růst celkové produktivity výrobních faktorů. Růst produktivity zapříčiňují především vzdělání, inovace, vědecký pokrok a rozvoj technologií (Štýbr, 2011).

Úrokové sazby

Pro instrumenty peněžního trhu jsou úrokové sazby zcela rozhodující. Očekávání vývoje úrokových sazeb se odráží do tvaru výnosových křivek peněžního trhu. Posuny těchto křivek souvisí s očekávanými změnami, vyplývající z makroekonomických analýz. Pokud dojde k situaci, že centrální banka svým krokem trh překvapí, je posun výnosové křivky zpravidla razantní (Krabec, 2007).

Aby bylo možné porovnat budoucí příjem při ohodnocení akcií dnes, je potřeba budoucí zisky diskontovat na současnou hodnotu. Při výpočtu se používá požadovaná výnosová míra investora, která se odvozuje od úrokových měr. Při růstu úrokové míry, roste i výnosová míra. Výpočet současné hodnoty: $Sh = \text{budoucí příjem} / (1+i)^n$, kde i je požadovaná výnosová míra a n je investiční horizont, po dobu kterého budeme dostávat daný příjem (Štýbr, 2011).

Inflace

Rostoucí inflace má na akciové trhy negativní vliv. Vazba již však není tak přímá jako v případě úrokových měr. Centrální banka využívá monetární politiku, tj. změny úrokových sazeb, právě pro řízení úrovně inflačního prostředí. Je-li tedy vazba mezi úrokovými sazbami a akciovými trhy poměrně přímá, tak v případě vazby inflace a akciových trhů se vliv úrokových sazeb dostavuje zprostředkovaně (Krabec, 2007). I přes to je vhodné uvést hypotézy, které tento vztah vysvětlují.

Přehřívání ekonomiky – v jehož důsledku dochází ke konci hospodářského cyklu k nárůstu inflace. Doprovodným jevem se často stává růst úrokových sazeb, jakožto uplatnění měnové politiky centrální bankou. Při růstu úrokových sazeb investoři očekávají pokles akciových kurzů a dochází k přelévání investic na jiné, výhodnější trhy.

Hypotéza peněžní iluze – Nominální úroková sazba je součtem reálné úrokové míry a inflace. Pokud investor používá k diskontování nominální úrokovou míru, dochází k podhodnocení akcie v závislosti na výši inflace.

Hypotéza daňového efektu – Ve finančním účetnictví je majetek vykazován v historických cenách. Tyto hodnoty se výrazně liší od reálného ohodnocení, které je vyšší v důsledku inflace. Často dochází k podhodnocení nákladových položek. Odpisy, jakožto odpočitatelné položky ze základu daně, jsou nízké právě v důsledku historických cen. Daňový základ je proto vyšší a tím pádem je vyšší vypočítaná daň. Následkem vyšší daně klesá zisk podniku, a proto klesají i ceny akcií. Velký vliv na zisk má také i způsob ocenění majetku a zásob (Štýbr, 2011).

Státní regulace

Mezi způsob státní regulace patří maximální ceny. Tato regulace ovlivňuje ziskovou marži firem, což má negativní vliv na tržní ceny jejich akcií. Mezi pozitiva této regulace však patří nižší kolísání jejich zisků a z toho důvodu je někteří investoři považují za méně rizikové. Vládní regulace se může projevat i např. jako omezení vstupu do některého odvětví (udělování licenčních podmínek). Takto regulované firmy jsou do jisté míry tímto způsobem chráněny proti konkurenci. Dalším typem státních zásahů pozitivně působících na ceny některých podniků, mohou být dotace a subvence (Rejnuš, 2010).

3.3.2 Odvětvová fundamentální analýza

Tento typ analýzy hledá rysy, vztahy a specifika daného odvětví a jejich dopady na vývoj kurzu (Štýbr, 2011). V rámci akciových investic dochází často k přelévání kapitálu z akcií odvětví, považovaných v daný okamžik za neperspektivní, do akcií ze sektorů s větším potenciálem růstu. Pochopení trendů v daném odvětví a schopnost odhadnout další perspektivy je jednou ze základních součástí analytickovy práce. Jen v kontextu vývoje celého odvětví je totiž šance správně posoudit, zda plán rozvoje firmy je reálný či nikoliv (Krabec, 2007). Do třech skupin, mezi které rozdělujeme daná odvětví dle citlivosti na hospodářský cyklus patří:

Cyklická odvětví

Mezi hlavní představitele cyklického odvětví jsou firmy vyrábějící luxusní statky, automobilový průmysl, stavebnictví či strojírenství. V období ekonomického růstu zaznamenávají tato odvětví zisky a v období ekonomické recese naopak ztráty. Lze vysledovat určité chování ekonomických subjektů podle toho, zda se mají ekonomiky dobře nebo ne. Cena akcie se tedy vyvíjí stejně s hospodářským cyklem (Štýbr, 2011).

Neutrální odvětví

Jsou to taková odvětví, která se vyznačují stabilní, nikoliv však mimořádnou výkonností jak v růstové, tak v klesající fázi makroekonomického cyklu (Krabec, 2007). Jde o statky nezbytné pro život či statky návykové, kterých se lidé nechtějí vzdát. Mohou to být například základní potraviny, alkohol či tabákový průmysl, to jsou hlavní představitelé zastupující neutrální odvětví. Akciové kurzy těchto odvětví reagují na hospodářský cyklus jen velmi omezeně (Štýbr, 2011).

Odvětví anticyklická

Tato odvětví vykazují velmi dobré výsledky v období recese, ale slabší v období expanze. V prvním případě se však nejedná o celá odvětví, spíše pouze o některé obory respektive podobory (Rejnuš, 2010). Ty generují v období recese zisky, jelikož se zvyšuje poptávka po laciných výrobcích a službách a naopak (Štýbr, 2011).

3.3.3 Firemní fundamentální analýza

Tato analýza je třetí a poslední úrovní. Firemní analýza vysvětluje zhruba 30 procent pohybu akciového kurzu a společně s výsledky globální a odvětvové fundamentální analýzy dost vysvětluje. Na úrovni firemní analýzy se snaží najít vnitřní hodnotu akcie. V rámci firemní fundamentální analýzy rozeznáváme několik metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Patří sem dividendové diskontní modely, modely cash flow, ziskové, historické, bilanční či kombinované modely (Štýbr, 2011).

Tržní hodnota akcie a její zisková výnosnost kolísá podle nabídky a poptávky. Vnitřní hodnota akcie je dána zejména finanční situací podniku. Ze vztahu tržní a vnitřní hodnoty akcie se usuzuje na to, která akcie je trhem podhodnocená a proto je vhodné jí kupovat, a naopak. Zisková výnosnost požadovaná kapitálovým trhem je určující pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.

Informace potřebné pro fundamentální analýzu jsou čerpány z výročních zpráv akciových společností. Zaměřuje se především na ukazatele rentability vlastního kapitálu v souvislosti se strukturou pasiv (finanční páka). Podpůrnými hledisky akciové analýzy jsou ukazatele aktivity, zadluženosti a likvidity. Analýza ziskovosti vyústí v predikci očekávaného zisku v příštím období (Grünwald, 2009).

3.3.3.1 Dividendové diskontní modely

V těchto modelech můžeme vnitřní hodnotu akcie V_0 vyjádřit jako součet všech budoucích dividend, diskontovaných do současnosti (Krabec, 2007).

Jednostupňový diskontní dividendový model s nekonečnou dobou držby:

V případě jednostupňového dividendového diskontního modelu je vnitřní hodnota akcie součtem hodnot budoucích dividend do n -tého období.

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^{\infty} D_1 \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^n$$

kde: V_0 je vnitřní hodnota akcie

D je dividendy vyplacená v jednotlivých letech

r je požadovaná výnosová míra

Jednostupňový diskontní dividendový model s konečnou dobou držby:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$
$$= \sum_{i=1}^{\infty} D_1 \cdot \left(\frac{1}{1+r}\right)^n + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

kde: P_n je prodejní cena akcie (Rejnuš, 2010).

Jednostupňový diskontní dividendový model s konstantním růstem dividend:

$$V_0 = D_1 \frac{1}{r-g} = D_0 \frac{1+g}{r-g}$$

kde: g je tempo růstu dividend (Krabec, 2007).

Dvoustupňový skokový dividendový diskontní model

Neměnný růst dividend či konstantní dividend je v praxi jen těžko dosažitelná. Společnost prochází růstovými vývojovými stádii, která se mohou odrazit též na výši vyplacené dividendy. Pro přesnost je možné v tomto modelu rozdělit predikované období na více období, které se budou lišit tempem růstu dividend. Problémem tohoto modelu je obtížné stanovení budoucích vývojových fází a parametrů růstu dividend. Nejvhodnější použití těchto modelů je na ziskové firmy ve stadiu dospělosti, které nejsou vystaveny trendům v rychle rostoucích odvětvích (Krabec, 2007).

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+r)^t} + \sum_{n=T+1}^N \frac{D_0(1+g_1)^T(1+g_2)^{n-T}}{(1+r)^n} + \frac{P_N}{(1+r)^N}$$

kde: g_1 je nadprůměrná míra růstu dividend v první, růstové fázi,

g_2 je normální, průměrná míra růstu dividend ve druhé fázi s normálním růstem,

T představuje délku první, růstové fáze, která je zde uvažována jako konečná,

N představuje délku druhé fáze s normálním růstem (Veselá, 2003)

H – Model

Nadprůměrnou míru dividend si firma může zajistit a udržet pouze po omezenou dobu. V důsledku působení konkurence, hospodářského cyklu nebo životního cyklu firmy se nadprůměrná míra růstu dividend vyčerpá do té doby, než se přiblíží normální, průměrné míře růstu dividend g_n . Té se nepřizpůsobí okamžitě, skokem, nýbrž se jí přizpůsobuje pozvolna po celé období.

$$V_0 = \frac{D_0 (1 + g_n)}{k - g_n} + \frac{D_0 H (g_a + g_n)}{k - g_n}$$

kde: g_a je nadprůměrná (výchozí) míra růstu dividend uvažovaná na počátku držby akcie,

g_n je normální, průměrná (cílová) míra růstu dividend,

Hodpoovídá polovině poklesu míry růstu dividend mezi měrami g_a a g_n (Veselá, 2003).

3.3.3.2 Ziskové modely

Tyto modely jsou charakteristické použitím čistého zisku na akcii jakožto výchozí veličiny pro zjištění vnitřní hodnoty akcie.

P/E ratio

Jedná se o nejznámější poměrový ukazatel, mnohdy se s ním lze setkat na kurzovních lístcích a jedná se o velmi jednoduchý výpočet. Je vyjádřen podílem ceny akcie a čistého zisku na akcii. Vypovídá především o tom, na kolika násobek zisku si jako investor cení dané akcie. (Štýbr, 2011).

Vysoké P/E znamená růstovou společností, ale může to být také společnost, která utrpěla pokles zisku, ale investoři si nadále podržují akcie, protože očekávají obrat k lepšímu. Nízké P/E signalizuje statickou společnost nebo rizikové podnikání (Grünwald, 2009).

Problém může nastat v případě, pokud je společnost ve ztrátě nebo nevyplácí dividendy. Nevýhoda tkví v ovlivnitelnosti výsledku účetními metodami používanými ve firmě k sestavení výsledovky a vyčíslení čistého zisku. Dále je nutno brát v potaz, že jakmile kolísá zisk, kolísá i výše P/E ratia (Štýbr, 2011).

Dále je nutno zmínit model, který je založen na dividendové politice a na zisku na akcii. Model vychází z předpokladu, že společnost se každoročně snaží vyplácet dividendy ve stejném poměru k zisku. Jestliže je zisk po zdanění na akcie v prvním roce je označen jako E_1 a procentní část zadrženého zisku pro reinvestování je označen jako b , potom vyplacená dividendy v prvním roce se rovná $(1-b)E_1$. Diskontní míru a daňovou sazbu předpokládáme v jednotlivých letech konstantní. Společnost na konci prvního roku svůj zisk po zdanění E_1 rozdělí na vyplacené dividendy $(1-b)E_1$ a část $b.E_1$ reinvestuje. Jestliže je společnost schopna udržet stabilně zisk E_1 a navíc z reinvestovaného zisku $b.E_1$ je schopna získat po dalším roce zisk ve výši R procent, tj. v absolutní výši $R.b.E_1$, potom zisk na konci druhého roku E_2 činí:

$$E_2 = E_1 + R \cdot b \cdot E_1 = (1 + R \cdot b)E_1$$

Podobně zisk společnosti na konci třetího roku je:

$$E_3 = E_2 + R \cdot b \cdot E_2 = (1 + R \cdot b)E_2 = (1 + R \cdot b)^2 E_1$$

Zisk společnosti po n letech činí:

$$E_n = (1 + R \cdot b)^n E_1$$

Z této částky bude opět $(1-b)E_n$ vyplaceno na dividendách. Cena akcie jako současná hodnota dividend činí:

$$\begin{aligned}
P_0 &= \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} = \\
&= \frac{(1-b)^2}{(1+r)} + \frac{(1-b)E_1(1+R.b)}{(1+r)^2} + \frac{(1-b)E_1(1+R.b)^2}{(1+r)^3} + \dots \\
&\quad + \frac{(1-b)E_1(1+R.b)^{n-1}}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}
\end{aligned}$$

Protože pro součet geometrické řady $a_1 + a_1q + a_1q^2 + \dots + a_1q^{n-1}$ platí vztah $a_1q^n/(1-q)$, dosazením $a_1 = (1-b)E_1/(1+r)$ dostaneme pro současnou hodnotu P_0 vztah:

$$P_0 = \frac{(1-b) \cdot E_1}{r - R \cdot b} \left[1 - \frac{(1+R \cdot b)^n}{(1+r)^n} \right] + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Pro případ „věčné“ akcie $n \rightarrow \infty$ a $r > q$ (růst dividend je nižší než diskontní míra) se předchozí vztah zjednoduší na:

$$P_0 = \frac{(1-b) \cdot E_1}{r - R \cdot b} \rightarrow \frac{P_0}{E_1} = \frac{(1-b)}{r - R \cdot b}$$

Legenda k výše uvedeným vzorcům:

- P_0 - je běžná cena správně oceněné akcie,
- E_1 - očekávaný zisk v příštím roce,
- b - podíl zadrženého čistého zisku,
- R - procentní část zisku z reinvestovaného zisku,
- r - diskontní míra (požadovaná výnosnost akcie),
- D - dividenda (Jílek, 2009).

Rozdělení akcí na špatně a správně oceněné podle výše ukazatele P/E ratio ve vztahu k míře růstu zisku a úrovni rizika:

<p>Nadhodnocená akcie</p> <p>Špatně ohodnocená</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nízká hodnota míry růstu • Vysoká hodnota ukazatele P/E ratio 	<p>Správně oceněná akcie</p> <p>S vysokým výnosovým potenciálem</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vysoká hodnota míry růstu • Vysoká hodnota ukazatele P/E ratio
<p>Správně oceněná akcie</p> <p>S nízkým výnosovým potenciálem, s problémy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nízká hodnota míry růstu • Nízká hodnota ukazatele P/E ratio 	<p>Podhodnocená akcie</p> <p>Špatně oceněná</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vysoká hodnota míry růstu • Nízká hodnota ukazatele P/E ratio

Zdroj: (Veselá, 2003), vlastní zpracování.

Toto schéma zobrazuje čtyři možné výsledky, ke kterým lze při hodnocení akcií dospět na základě komparace ukazatele P/E ratio s její měrou růstu zisků (Veselá, 2003).

P/BV (Price/Book value)

Book value je účetní hodnota vlastního jmění firmy, připadající na jednu akcii někdy je termín book value nahrazován v analytických pracích termínem „net asset value“, tj. čistá hodnota aktiv, a poměr je označován jako P/NAV (Krabec, 2007). Poměr P/BV je měřítkem „nafouknutí“ tržní ceny akcie nad účetní hodnotu (kapitál) podniku připadající na jednu akcii. V praxi je téměř vždy tržní cena vyšší než kapitál podniku vzhledem k optimistickému očekávání investorů o růstu zisků, a tím i kapitálu podniku (Jílek, 2009).

Obliba P/BV ukazatele je podpořena tím, že kalkulace účetní hodnoty je velmi jednoduchá. Zároveň ukazatel B/PV opírající se o účetní hodnotu je ukazatelem, který lze za určitých podmínek bez větších problémů použít k ohodnocení akcie i v situaci, kdy společnost nevyplácí dividendy (Veselá, 2003). Další výhodou tohoto ukazatele oproti P/E je možnost použití v případě že je firma ve ztrátě. Velmi rozšířené je použití ukazatele P/BV při analýzách bankovního sektoru. Je to dáno tím, že vlastní jmění bank je poměrně

stabilní. Dodatečným kladem ukazatele P/BV v českých podmínkách je skutečnost, že významné české banky byly v uplynulých letech ve ztrátách (Krabec, 2007).

Číselnou hodnotu ukazatele P/BV lze interpretovat obdobným způsobem jako ukazatel P/E pouze s tím rozdílem, že se zde nejedná o kurz vztahený k čistému zisku, ale o kurz vztahený k vlastnímu jmění na akcii. Hodnota ukazatele P/BV tedy podává informaci o tom, na kolik Kč si investoři cení jednu Kč vlastního jmění firmy, která emitovala danou akcii, nebo jinými slovy kolik Kč jsou ochotni zaplatit za jednu Kč vlastního jmění dané firmy (Veselá, 2003)

Chceme-li matematicky vyjádřit ukazatel P/BV ratio pro stabilní firmu, můžeme použít Gordonův model pro stanovení vnitřní hodnoty akcie (ceny správně oceněné akcie), který lze zapsat jako:

$$V_0 = P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

kde V_0 je běžná (aktuální) vnitřní hodnota akcie,

P_0 je aktuální (běžný) kurz (cena) správně oceněné akcie,

D_1 je očekávaná dividenda vyplacená z dané akcie v příštím roce,

k je požadovaná výnosová míra z akcie a

g je míra růstu dividend.

Při nahrazení D_1 součinem očekávaného zisku vykázaného v příštím roce (E_1) a veličiny dividendového výplatního poměru (p) je Gordonův dividendový diskontní model transformován na jednostupňový model ziskový operující s jedinou, konstantní měrou růstu zisku, přičemž za předpokladu konstantního dividendového výplatního poměru je tato míra růstu zisku shodná s měrou růstu dividend. Matematický zápis jednostupňového ziskového modelu pro stanovení běžného kurzu akcie má podobu:

$$P_0 = \frac{E_1 \cdot p}{k - g}$$

kde E_1 je očekávaný zisk na akcii v příštím roce,

p je dividendový výplatní poměr,

g zde představuje míru růstu zisku

Dále lze nahradit E_1 součinem rentability vlastního jmění a účetní hodnoty vlastního jmění (BV_1) takto:

$$P_0 = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{k - g}$$

kde BV_1 je očekávaná účetní hodnota vlastního jmění na akcii, tedy očekávaný rozdíl mezi aktivy a závazky společnosti na akcii v příštím roce zisk na akcii v příštím roce,

ROE je rentabilita vlastního jmění, která je v případě tohoto uvažována jako konstantní.

Vzorec lze po vydělení obou stran veličinou očekávané účetní hodnoty BV_1 zapsat i:

$$\frac{P_0}{BV_1} = \frac{ROE \cdot p}{k - g}$$

kde P_0 / BV_1 je ukazatel P / BV ratia stabilní firmy, který odráží očekávanou účetní hodnotu na akcii v příštím roce.

Rozdělení akcí na špatně a správně oceněné podle výše ukazatele ROE a ukazatele P/BV ratio:

<p>Nadhodnocená akcie Špatně ohodnocená</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nízká hodnota ROE • Vysoká hodnota ukazatele P/BV ratio 	<p>Správně oceněná akcie S vysokým výnosovým potenciálem</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vysoká hodnota ROE • Vysoká hodnota ukazatele P/BV ratio
<p>Správně oceněná akcie S nízkým výnosovým potenciálem, s problémy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nízká hodnota ROE • Nízká hodnota ukazatele P/BV ratio 	<p>Podhodnocená akcie Špatně oceněná</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vysoká hodnota ROE • Nízká hodnota ukazatele P/BV ratio

Zdroj: (Veselá, 2003), vlastní zpracování.

Postupy založené na ukazateli P/BV ratio představují vhodný analytický nástroj zejména pro svou nenáročnost na vstupní data, snadnou prokazatelnost a ve většině případů i jednoduchost (Veselá, 2003).

P/S ratio

V rámci hodnoty P/S ratio se jedná o poměr kurzu akcie a tržeb na akcii. Analogicky s ukazateli P/E ratio a P/BV ratio hodnota ukazatele P/S ratia podává informaci o tom, na kolika násobek tržeb si investor cení dané akcie, nebo jinými slovy kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu tržeb.

Veličiny čistého zisku na akcii nebo účetní hodnoty na akcii pro účely stanovení ukazatelů P/E a P/BV mohou být podstatně ovlivněny použitými účetními metodami a praktikami používanými například při oceňování a odepisování majetku. Veličina tržeb má oproti čistému zisku a účetní hodnotě výhodu, že nebývá zkreslena. Z tohoto důvodu je ukazatel P/S někdy přesnější a výhodnější než P/E a P/BV. Další uplatnění má ukazatel P/S zejména v případě cyklických firem, kde je jeho kolísavost oproti P/E nižší.

Přes tyto výhody není tento ukazatel bezproblémový. Nebezpečí tkívá v jeho relativní stabilitě oproti ukazateli P/E ratio. Za stabilitou tržeb se může skrývat neefektivní nárůst nákladů, jenž se sice promítne do poklesu ziskové marže, ovšem na druhé straně vzestup objemu prodané produkce či zvýšení jejich cen zabezpečí stabilitu tržeb, třebaže se významně změnily firemní fundamentální vztahy. Proto je vhodné provést podrobnou analýzu ukazatele P/S ve vztahu k ziskové marži, rentabilitě vlastního jmění, aktiv, obrátce aktiv atd. (Veselá, 2003).

Pro vyjádření ukazatele P/S ratio, můžeme použít Gordonův jednostupňový dividendový model s konstantním růstem, který lze zapsat jako:

$$V_0 = P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

kde V_0 je běžná (aktuální) vnitřní hodnota akcie,

P_0 je aktuální (běžný) kurz (cena) správně oceněné akcie,

D_1 je očekávaná dividendy vyplacená z dané akcie v příštím roce,

k je požadovaná výnosová míra z akcie a

g je míra růstu dividend.

Při nahrazení D_1 součinem (E_1) a veličiny dividendového výplatního poměru (p) je. Matematický zápis jednostupňového ziskového modelu pro stanovení běžného kurzu akcie má podobu:

$$P_0 = \frac{E_1 \cdot p}{k - g}$$

kde E_1 je očekávaný zisk na akcii v příštím roce,

p je dividendový výplatní poměr,

g zde představuje míru růstu zisku

Dále lze nahradit E_1 součinem očekávaných tržeb (S_1) a očekávané čisté ziskové marže (M_1), která je definována jako poměr mezi čistým ziskem a tržbami, můžeme jednostupňový ziskový model přepsat jako:

$$V_0 = P_0 = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{k - g}$$

kde S_1 jsou očekávané tržby v příštím roce,

M_1 představuje očekávanou ziskovou marži v příštím roce definovanou jako poměr očekávaného čistého zisku a očekávaných tržeb.

Vzorec lze po vydělení obou stran veličinou očekávaných tržeb S_1 zapsat i:

$$\frac{P_0}{S_1} = \frac{M_1 \cdot p}{k - g}$$

kde P_0 / S_1 je ukazatel P/S ratio založený na běžném kurzu akcie a očekávaných tržbách na akcii.

Rozdělení akcí na špatně a správně oceněné podle výše ziskové marže a ukazatele P/S ratio (Veselá, 2003):

<p>Nadhodnocená akcie Špatně ohodnocená</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nízká zisková marže • Vysoká hodnota ukazatele P/S ratio 	<p>Správně oceněná akcie S vysokým výnosovým potenciálem</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vysoká zisková marže • Vysoká hodnota ukazatele P/S ratio
<p>Správně oceněná akcie S nízkým výnosovým potenciálem, s problémy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nízká zisková marže • Nízká hodnota ukazatele P/S ratio 	<p>Podhodnocená akcie Špatně oceněná</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vysoká zisková marže • Nízká hodnota ukazatele P/S ratio

Zdroj: (Veselá, 2003), vlastní zpracování.

3.3.3.3 Cash flow modely

Jedná se o modely pro oceňování vnitřní hodnoty akcie, založené na odhadu peněžních toků, se kterými firma bude v budoucnosti disponovat. Budoucí peněžní toky je nutné diskontovat do současnosti. Hlavním rozdílem však je, že u těchto modelů nejsou diskontovány těžko předpověditelné budoucí dividendy, ale budoucí volné peněžní toky (volná cash flow).

Mezi dva základní modely patří model volných peněžních prostředků do vlastního jmění (FCFE) a model volných peněžních prostředků do firmy (FCFF) (Krabec, 2007).

FCFE (Free Cash-Flow to Equity)

Přesný výpočet této veličiny tj. $FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \text{investiční výdaje} - \text{změna pracovního kapitálu} - \text{splátka dluhů} + \text{nové emise dluhových instrumentů}$.

Jednostupňový FCFE model s konstantním růstem, je vhodný pro ocenění stabilní firmy, tj. firmy, u níž se do budoucna předpokládá neměnná normální, průměrná či lehce podprůměrná míra růstu FCFE. Může se jednat například o firmy v poslední fázi životního cyklu. Matematicky lze tento výpočet zapsat:

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_0 (1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}}$$

kde V_0 je běžná vnitřní hodnota akcie,

$FCFE_1$ je očekávaná hodnota veličiny FCFE v příštím roce,

$FCFE_0$ je běžná hodnota veličiny FCFE v běžném roce,

k je požadovaná výnosová míra z akcie a

g_{FCFE} je míra růstu veličiny Free-Cash-Flow-to-Equity (Veselá, 2003).

FCFF (Free Cash-Flow to Firm)

Rozdíl tohoto modelu oproti FCFE je ten, že tento model pracuje s odhadem volného cash-flow, na který si činí nárok nejen akcionáři, ale též věřitelé. Model pracuje s hodnotou cash-flow ještě před vyplacením dluhu, stejně jako před získáním nových cizích zdrojů.

Přesný výpočet této veličiny tj. $FCFF = FCFE + \text{placené úroky (1- daňová sazba)} + \text{splátky dluhů} - \text{nová emise dluhových instrumentů (popř. nové úvěry)} + \text{dividendy vyplacené z prioritních akcií}$. Druhým postupem pro výpočet $FCFF = \text{EBIT (1-daňová sazba)} + \text{odpisy} - \text{investiční výdaje} - \text{změna pracovního kapitálu}$.

Matematicky lze výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí jednostupňového FCFF modelu zapsat takto:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g_{FCFE}} = \frac{FCFF_0 (1 + g_{FCFE})}{WACC - g_{FCFE}}$$

kde $FCFF_1$ je očekávaná hodnota veličiny FCFF v příštím roce (období) držby akcie,

FCFF₀ je běžná hodnota veličiny FCFF v běžném roce (období) držby akcie,
WACC je veličina průměrných vážených nákladů kapitálu (Veselá, 2003).

Pro výpočet **WACC** (weighted average cost of capital) je použit následující vzorec:

$$WACC = \frac{E \cdot r_e}{E + D} + \frac{D \cdot r_d (1 - \text{taxrate})}{E + D}$$

kde E je hodnota vlastního jmění firmy,

D je hodnota cizího kapitálu firmy,

r_e je výnosová míra požadovaná z držení akcií

r_d je výnosová míra dl. dluhopisu, odpovídajícího kreditnímu riziku dané firmy (Krabec, 2007).

Model FCFF je vhodné aplikovat na firmy, jejichž fundamentální charakteristiky nevykazují výraznější kolísání. Může se jednat například o regulované firmy, firmy z monopolních odvětví nebo o firmy neutrální ve vztahu k hospodářskému cyklu. Jejich míra růstu veličiny FCFF by se do budoucna neměla příliš měnit, přičemž v současné době by neměla být nadprůměrně vysoká (Veselá, 2003).

3.3.3.4 Finanční poměrové ukazatele

Ukazatele rentability

Pojem rentabilita označuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje, zhodnocovat vložený kapitál prostřednictvím růstu jeho objemu, přičemž přírůstek kapitálu za určité období na sebe bere formu zisku, nově vytvořeného zdroje za dané období. Rentabilita je ve finanční oblasti chápána jako schopnost podniku přinášet zisk. Tentýž pojem je používán i jako měřítko, pro vyjádření úrovně této schopnosti, která vzniká poměrem zisku (efektu) k nějaké základně, která má co nejlépe vystihnout vložené prostředky, které by efekt měly přinést. Ukazatele rentability jsou většinou zastoupeny, rentabilitou vlastního kapitálu (ROE), rentabilitou celkového kapitálu (ROA), rentabilitou celkového

vloženého kapitálu (ROCE), rentabilitou tržeb (ROS) a rentabilitou nákladů (respektive jiných vstupů). Základní vzorec pro výpočet rentability je možné vyjádřit jako (Kubíčková, 2006).

$$Rentabilita = \frac{\text{Zisk}}{\text{Vynaložené prostředky (vložený kapitál)}}$$

Například pro zjištění rentability vlastního kapitálu je použit následující vzorec, přičemž za zisk je vhodné dosadit EBT tj. zisk před daněmi nebo EAT tj. zisk po zdanění:

$$ROE = \frac{\text{Zisk (EBT, poř. EAT)}}{\text{Vlastní kapitál}} (\times 100 = \text{ROE v \%})$$

Další možnou variantou je rentabilita vloženého kapitálu (ROA), který hodnotí výkonnost veškerého kapitálu v podniku, bez ohledu na jeho původ. EBIT zde vyjadřuje zisk před zdaněním s připočtením nákladových úroků.

$$ROA = \frac{\text{Zisk (EBIT)}}{\text{Investovaný kapitál (celková aktiva)}} (\times 100 = \text{ROA v \%})$$

Ukazatel rentability tržeb (ROS) vyjadřuje a měří schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb.

$$ROS = \frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby (výnosy)}} (\times 100 = \text{ROS v \%})$$

Ukazatele likvidity

Likvidita je chápána jako schopnost podniku přeměnit majetek na prostředky, jež je možné použít na úhradu závazků. Likvidita má tři stupně, běžná, pohotová a okamžitá.

Pro tuto likviditu je doporučovaná hodnota ve výši 1,5 až 2,5. Pro pohotovou likviditu nabývají doporučené hodnoty 0,5 až 1,5. Okamžitá likvidita bývá doporučována v intervalu 0,2 až 0,5. Výpočet těchto likvidit je proveden vzorci (Kubíčková, 2006).

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobá pasiva}}$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobá pasiva}}$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobá pasiva}}$$

Ukazatelé zadluženosti

Tyto poměrové ukazatele měří třetí z nejdůležitějších stránek finančního zdraví podniku, a tou je finanční stabilita, která je dána podílem cizích zdrojů na celkových zdrojích podniku. Podniky jsou v praxi financovány jednak vlastními zdroji, jejichž minimální výše je v některých případech dána občanským zákoníkem a také zdroji cizími. Vysoký podíl cizích zdrojů s sebou často přináší zvýšené riziko pro věřitele. Tyto poměrové ukazatele jsou často rozdělovány do dvou skupin. Na ukazatele zadluženosti, které vyjadřují intenzitu vlivu cizích zdrojů a ukazatele dluhové schopnosti podniku, měřící schopnost podniku uhrazovat dluh a závazky (úroky) z něj plynoucí. Příkladem ukazatelů zadluženosti může být například (Kubíčková, 2006).

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková pasiva}} \quad (\times 100 = \%)$$

$$\text{Míra zadluženosti VK cizími zdroji} = \frac{\text{Dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{Celková pasiva}} \quad (\times 100 = \%)$$

$$\text{Doba spláčení dluhu} = \frac{\text{cizí zdroje + úroky}}{\text{Zisk před daněmi, odpisy a úroky (EBITDA)}} \times 100 = \%)$$

Ukazatelé aktivity (obratovosti)

Podstatou procesů v podniku je přeměna forem, které kapitál investovaný do podniku, nabývá, počínaje penězi přes formu prostředků dlouhodobého nebo krátkodobého užití po formu rozpracovaných a poté dokončených výrobků, které jsou posléze proměněny v pohledávky a poté opět v peněžní prostředky. Mezi nejznámější ukazatele patří (Kubíčková, 2006).

$$\text{Doba obratu (ve dnech)} = \frac{\text{Zvolená položka aktiv}}{\text{Tržby za období}} \times \text{počet dní v roce (360,365)}$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Tržby za rok}} \times (360,365)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby za rok}} \times \text{počet dní v roce (360,365)}$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky z obchodního styku}}{\text{Roční tržby}} \times (360,365)$$

Poměrové ukazatele vycházející z cash-flow

Ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti či aktivity je možné vypočítat i ve variantě vycházející z údajů o peněžním toku, které upravují údaj zisku. Příkladem můžou být následující ukazatele:

$$\text{Rentabilita kapitálu} = \frac{\text{CF z provozní oblasti}}{\text{Kapitál (cizí, vlastní)}} \times 100 \text{ v } \%$$

Tento ukazatel vypovídá o využití celkového kapitálu, při tvorbě peněžních prostředků.

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{Roční tržby}} \quad (\times 100 \text{ v } \%)$$

Ukazatel rentability tržeb vypovídá o vlivu tržeb na změnu stavu peněžních prostředků. Respektive jak velký podíl tržeb se přeměnil na přírůstek peněžních prostředků.

$$\text{Stupeň oddlužení} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{Cizí kapitál}} \quad (\times 100 \text{ v } \%)$$

Stupeň oddlužení vypovídá o tom, v jaké míře podnik vytváří peněžní prostředky k úhradě cizích zdrojů. Respektive jak velkou část cizích zdrojů je podnik schopen uhradit z vytvořeného cash-flow. Likvidita vycházející z cash-flow vypovídá o schopnosti vytvořit dostatečné množství likvidních prostředků pro úhradu krátkodobých závazků (Kubíčková, 2006).

$$\text{Likvidita z CF} = \frac{\text{CF z provozní činnosti (celkový)}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (\times 100 \text{ v } \%)$$

Ukazatele vyplývající z informací kapitálového trhu.

Tyto ukazatele kombinují informace z účetních výkazů a ty, které vznikají na kapitálových trzích. Tyto ukazatele jsou vhodné pro potenciaální investory, kteří posuzují výkonnost svých investic. Mezi nejpoužívanější ukazatele patří: poměr ceny akcie a čistého zisku na akcii (P/E), zisk po zdanění na akcii (EPS), dividendový výplatní poměr, dividendy na akcii (DPS), poměr tržní a účetní hodnoty (P/BV), účetní hodnota akcie (BPS) a cash-flow na akcii (CFPS) (Kubíčková, 2006).

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Zisk po zdanění na 1 akcii}}$$

Zjišťuje, jaký násobek zisku je uhrazen při nákupu akcie. Čím je tato hodnota nižší ve srovnání s ostatními akciemi, tím je pravděpodobnější podhodnocenost akcie. Nízký ukazatel P/E může ale také znamenat i například blízký úpadek podniku. Naopak vysoká hodnota většinou signalizuje, že investoři očekávají růst podniku v budoucnu nebo že jsou zisky relativně stabilní (což snižuje riziko). Dalším ukazatelem je poměr tržní a účetní hodnoty (Kubíčková, 2006).

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

Tento ukazatel vyjadřuje, kolikrát má podnik vyšší tržní hodnotu, než do něj vložili minulí a současní akcionáři. Významným poměrovým ukazatelem je dividendový výplatní poměr.

$$\text{Dividendový poměr} = \frac{\text{Dividenda na 1 akcii}}{\text{Zisk po zdanění na 1 akcii}}$$

Vypovídá o tom, jak velká část zisku po zdanění je akcionářům vyplácena ve formě dividend. V hodnotě tohoto ukazatele se odráží střed zájmu akcionářů a managementu. Akcionáři chtějí co nejvíce peněz v současnosti, naproti tomu má management většinou zájem na reinvestování zisku a tím zvyšování zisku do budoucnosti (Kubíčková, 2006).

4 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ČEZ a.s.

4.1 Charakteristika společnosti

Energetická společnost ČEZ je největším energetickým uskupením v České republice i v rámci celé střední a jihovýchodní Evropy. Společnost ČEZ je největším výrobcem elektřiny v České republice, mimo jiné dodává svým zákazníkům plyn, teplo a její aktivity zahrnují pestré spektrum činností od těžby surovin, přes výrobu, distribuci a obchod až po oblast telekomunikací, jaderného výzkumu a zpracování vedlejších energetických produktů. Skupina ČEZ se věnuje i dalším činnostem související s výrobou elektřiny (ČEZ, 2012).

V roce 2003 vznikla spojením ČEZ, a.s., s distribučními společnostmi (Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika). Skupina ČEZ se tak stala nejvýznamnějším energetickým uskupením regionu střední a východní Evropy. Skupina ČEZ patří do evropské desítky největších energetických koncernů a je nejsilnějším subjektem na domácím trhu s elektřinou. Většina výrobních kapacit je soustředěna v mateřské společnosti ČEZ, a.s. Akvizice distribučních firem v Bulharsku a Rumunsku, jakož i elektráren v Polsku a Bulharsku otevřely Skupině ČEZ cestu na nové trhy. V průběhu roku 2006 přibýly do Skupiny ČEZ nové dceřiné společnosti v Srbsku, Kosovu, Republice srbské v Bosně a Hercegovině a na Ukrajině. Počátkem července 2008 uspěla společnost ČEZ v konsorciu s místním tureckým partnerem v aukci na distribuční společnost Sedas. V Turecku vznikla v listopadu 2008 nová společnost se sídlem v Istanbulu - AKCEZ ENERJI a.s., ve které ČEZ a.s., vlastní 50 % podíl. V srpnu 2008 ČEZ a.s., uskutečnil koupi projektu výstavby dvou větrných farem v Rumunsku - Fantanele a Cogeaalac – s celkovým instalovaným výkonem 600 MW, což je výstavba největší přímořské větrné farmy v Evropě. V roce 2008 byla také zaregistrována společnost CEZ RUS OOO se sídlem v Moskvě, která působí jako zázemí pro podporu aktivit Skupiny ČEZ na území Ruské federace. V říjnu 2008 byla společnost ČEZ vyhlášena vítězem tendru na majoritní 76 % podíl v jediné albánské distribuční společnosti Operatori i Sistemit te Shperndarjes.

ČEZ v roce 2013 oznámil albánské vládě, že hodlá zahájit proces mezinárodní arbitráže. Důvodem je ochrana své investice do CEZ Shpërndarje. ČEZ bude usilovat o uhrazení vzniklé škody, kde albánský regulátor odebral CEZ Shpërndarje licenci. Dále v červnu 2009 konsorcium Severočeských dolů Chomutov, člena Skupiny ČEZ, a skupiny J&T převzalo 100 % podíl v německé důlní společnosti MIBRAG. Celková hodnota transakce dosáhla 404 mil. EUR. V srpnu 2010 byl získán 100 % podíl v polské elektrárně ELCHO prostřednictvím navýšením původního podílu 75,2 %. V roce 2011 společnost získala 100 % podíl v Rumunské společnosti TMK Hydroenergy, která vlastní komplex vodních elektráren. Dokoupení 15 % podílu ve společnosti teplárna Trnice, a.s. V roce 2012 byla zahájena stavba nového zdroje (840MW) na zemní plyn v areálu elektrárny Počerady s předpokládaným dokončením v roce 2013. Dále společnost získala licenci na provozování druhého bloku elektrárny Temelín až do 31.5.2022. Společnost také získala 100 % podíl v české společnosti Energotrans a prodala 50 % podíl v německých dolech MIBRAG. V Turecku společnost dokončila a spustila vodní elektrárny, čímž navýšila výkon o 84MW (ČEZ, 2012). Výše uvedené aktivity jsou jen výčtem z velkého množství aktivit, které společnost každoročně podniká.

4.2 Makroekonomická fundamentální analýza

Mezi důležité faktory v makroekonomické části patří: úroková míra, peněžní zásoba, HDP, inflace, daňová politika. Mezi neméně důležité faktory patří i politická situace, přírodní pohromy atd.

Investor by měl chápat vliv vývoje ekonomiky a nejdůležitějších výše uvedených faktorů na kurzy akcií v závislosti na ekonomickém cyklu. Cena akcie odráží budoucí vývoj zisku. Pokud bude akcionář předpokládat budoucí pozitivní vývoj ekonomiky, může to mít u určitého typu akcií do značné míry vliv na kupní rozhodnutí.

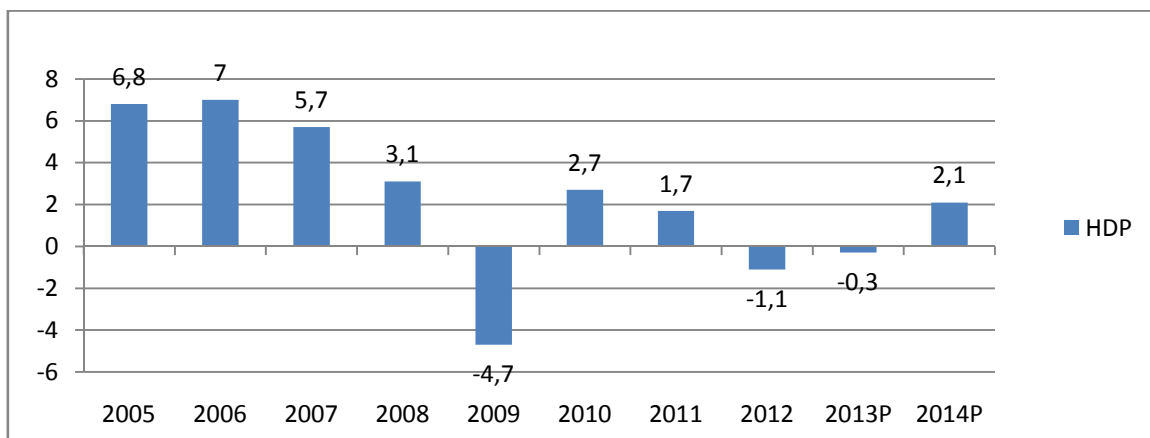
Hrubý domácí produkt

V roce 2012 měl na pokles HDP, které je pro za rok 2012 dle predikce ČSÚ o 1,1 % nižší než v předchozím roce, největší vliv pokles průmyslu, stavebnictví a zemědělství.

Stavebnictví v posledních letech čelí nižší poptávce, což vedlo mimo jiné ke snížení zaměstnanosti v tomto odvětví. Výroba a rozvod elektřiny klesli oproti roku 2011 o 0,1 %. V odvětví průmyslu došlo v roce 2009 k poklesu o 13,6 procent. Rok 2010 přinesl meziroční zvýšení o 10,3 procenta, následovalo zvýšení o 6,5 procent v roce 2011 a pokles o 1,2 procenta v minulém roce (detailně viz příloha č. 1).

Vývoz stoupl oproti roku 2011 o 7,7 procent a dovoz o 3,3 přičemž celková bilance zahraničního obchodu za rok 2011 byla 183 956 milionů Kč a za rok 2012 činila 307 042 milionů Kč (podrobně viz příloha č. 2).

HDP dosáhlo v roce 2006 hodnoty sedm procent, přičemž od tohoto roku klesalo až do roku 2009, kde došlo k meziročnímu poklesu o 4,7 procenta. Tento pokles byl způsoben ekonomickou krizí, která se od tohoto roku neustále různou měrou podílí na problémech v ekonomice. Predikce ČNB na rok 2013 je pokles HDP o 0,3 % a na rok 2014 meziroční růst o 2,1 %. Následující graf zobrazuje vývoj hrubého domácího produktu v jednotlivých letech.



Zdroj: (Infip, 2013), vlastní zpracování, predikce ČNB

Inflace

V letech 2010 a 2011 byla inflace na úrovni 1,5 a 1,9 procenta. V minulém roce byla průměrná inflace 3,3 %. Růst spotřebitelských cen byl značně ovlivněn růstem DPH a spotřebních daní. Očekávaný dopad zvýšení těchto sazeb na státní rozpočet nebyl tak vysoký, jak se předpokládalo. Graf v příloze 5 zobrazuje procentní vliv změn sazeb DPH

a spotřebních daní na přírůstek spotřebitelských cen v České republice a EU 27. Vývoj inflace v letech 1996 až 2011 v příloze 7. Dle ČNB by se měla inflace pro rok 2013 pohybovat kolem 2 %. Horizont měnové politiky je první a druhé čtvrtletí 2014, přičemž prognóza inflace pro toto období je 1,7 %.

Zaměstnanost

V České republice se v roce 2012 míra nezaměstnanosti pohybovala kolem 7 %. Je to mimo jiné důsledkem nižší výkonnosti ekonomiky tj. neustálým poklesem HDP způsobeným ekonomickou recesí v roce 2009. Nezaměstnanost se do dnešní doby nevrátila na předkrizové hodnoty, kde v roce 2008 se nacházela na úrovni 4,4 procenta a od té doby se drží nad úrovní 6,7 procent. Stejně jako v několika posledních letech mají nejmenší míru nezaměstnanosti vysokoškolsky vzdělaní, kteří jsou následováni osobami s úplným středoškolským vzděláním s maturitou. Podrobně vývoj nezaměstnanosti od roku 2010 do roku 2012 v příloze 6.

Úroky

Sazby úroků účtované ČNB a platné od 2.11.2012 jsou pro dvoutýdenní repo sazbu 0,05 %. Diskontní sazba je také 0,05 % a lombardní sazba 0,25 %. Povinné minimální rezervy jsou od 7.10.1999 stanoveny na 2 %. Snižování sazeb v posledních šesti měsících roku 2012 až na tyto minima mají za cíl zvýšit množství peněz v ekonomice. Tato expanzivní měnová politika byla zvolena jako prostředek pro zmírnění recese. Teoreticky by mohla způsobit vyšší inflaci, nicméně je pravděpodobné, že pro ČNB bude prioritou ekonomický růst. Růst peněžní zásoby má přímý vliv na vývoj cen akcií, jelikož banky a i jiní investoři kvůli nízkým úrokovým sazbám raději než investovat na peněžním trhu přecházejí na trh kapitálový s vyšším výnosem.

4.3 Odvětvová fundamentální analýza

Kromě vlivu makroekonomických činitelů na energetické odvětví se na ceně elektrické energie významně podílejí ceny uhlí a emisních povolenek na CO₂. Cena uhlí poslední rok

výrazně klesla (podrobně viz příloha 3) stejně tak i ceny povolenek klesají kvůli jejich velkému objemu, špatně nastavenému přidělování a poklesu HDP některých evropských zemí.

Zlepšení ekonomické situace v Evropě by samozřejmě přispělo ke stabilizaci energetického sektoru, nicméně ne tak významně jako kvalitní a do budoucna jasná politika přidělování povolenek. Současná situace spíše než aby pomáhala životnímu prostředí, působí jako zásah do tržních mechanismů, který z části náhodně zvýhodňuje jednu skupinu oproti jiné. Následující graf zachycuje vývoj ceny elektrické energie v Kč/MWh.



Zdroj: (Kurzycz, 2013).

Emisní povolenky

Evropská komise stanovuje členským státům EU objem oxidu uhličitého, které mohou vypustit do ovzduší. Pokud nastane situace, že má podnik přebytek povolenek, může je na trhu prodat.

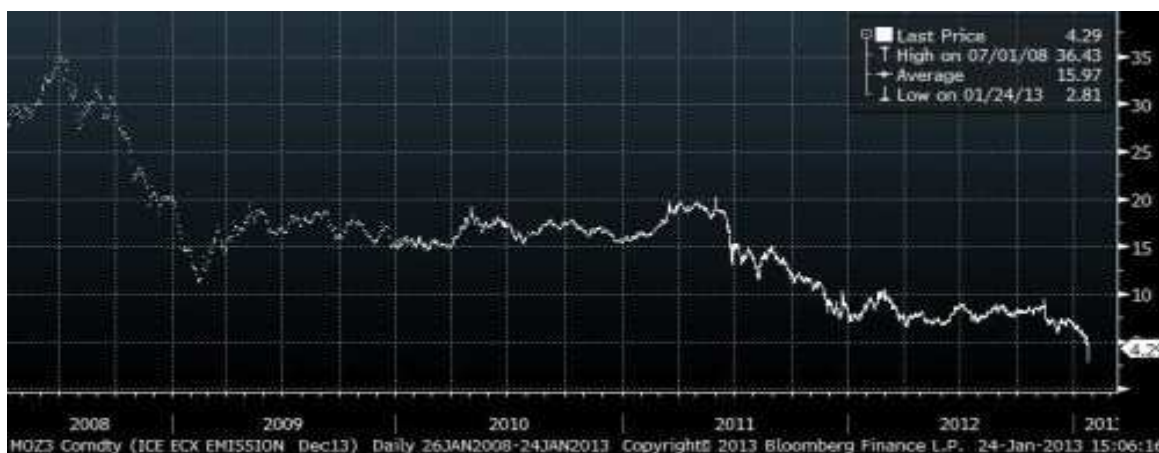
Kvůli nižší výkonnosti ekonomiky a klesajícímu trendu průmyslové výroby než se nepředpokládalo, je v oběhu velké množství nevyužitých povolenek, což snižuje jejich cenu. Dle Českého regulačního úřadu klesla průměrná cena emisní povolenky mezi roky 2011 a 2012 z 325 Kč/t CO₂ na 186 Kč/t CO₂. Systém emisních povolenek při těchto cenách respektive nadbytku těchto povolenek na trhu ztrácí smysl, jelikož společnosti

nejdou dostatečně motivovány k úpravě a modernizaci svých zařízení s cílem snížit produkci oxidu uhličitého.

Do ceny tepla respektive elektrické energie se v roce 2013 promítnou jednak zvýšené sazby daně z přidané hodnoty, povinnost nakupovat část povolenek a nutné obnovovací či jiné investice. Nicméně v současné době je na trhu přebytek povolenek a to sráží ceny elektrické energie na trhu i cenu akcií ČEZu dolů. Jelikož společnost prodává část elektrické energie i na několik let dopředu, tak na ní v tuto chvíli klesající ceny nemají takový vliv, respektive tyto nízké ceny se nejspíše projeví až v příštích letech na klesajících ziscích.

Pokud se přidělování emisních povolenek nebude ubírat směrem k zmírnění převisu nabídky nad poptávkou a cena emisních povolenek nebude vyšší, tak následkem může být nefunkčnost už již takhle značně nahnutého systému, který je určen ke snižování emisí oxidu uhličitého. Vhodným řešením situace s nízkými cenami povolenek, bude pro Čez a.s. nejspíše zvyšování podílu uhelných elektráren nebo jejich modernizace pro zvýšení životnosti. Tato situace je o to horší, že přibližně 47 % (podrobně viz příloha 4) elektrické energie společnosti vyrobí jaderné elektrárny. Při nízkých cenách uhlí a povolenek jsou zdroje, jako je větrná, vodní a jaderná energie či spalování biomasy oproti uhelným elektrárnám nevýhodné.

Graf vývoje ceny emisních povolenek

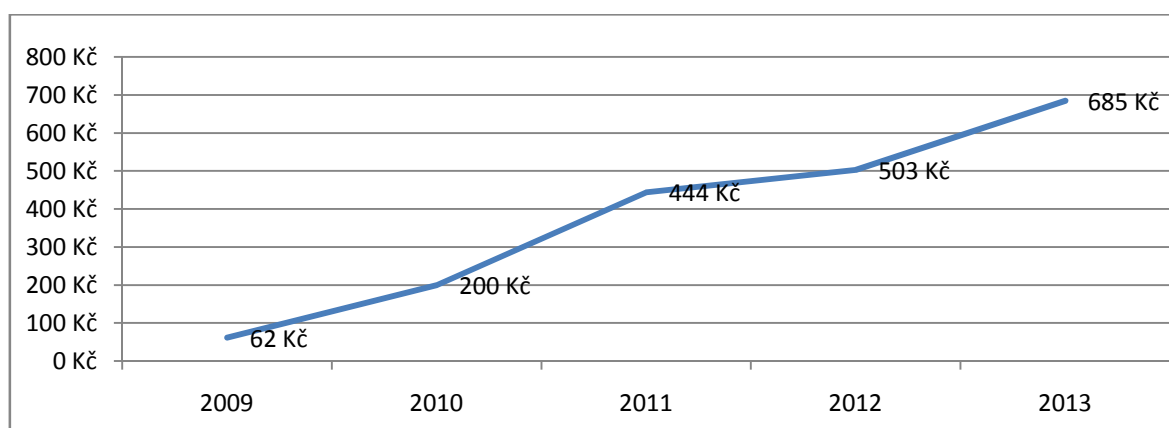


Zdroj: (Patria, 2013).

Obnovitelné zdroje

Jakožto členem Evropské unie je Česká republika nucena zvyšovat podíl elektrické energie z obnovitelných zdrojů. Její zvyšování s sebou samozřejmě přináší zdražování regulované složky elektrické energie, jelikož tyto zdroje jsou dražší a je potřeba je různými způsoby dotovat. Podíl výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů dosáhl dle Energetického regulačního úřadu v roce 2009 6,81 %, 2010 8,3 % a v roce 2011 hodnoty 10,28 %. Na výrobě značné části této „zelené energie“ se mimo vodních a větrných podílejí solární elektrárny, jež zažily v minulých letech velký boom díky štědré dotační politice respektive vysokým výkupním cenám elektřiny. V této době tj. několik let od největšího rozmachu tohoto typu elektráren jsou stále řešeny otázky trestného jednání některých státních úředníků a jejich možného trestního stíhání. Nicméně je jasné, že tento „solární boom“ daňový poplatníci ještě dlouho budou splácet. Až přestanou být tyto panely efektivní, tak nastane nemalý problém z jejich ekologickou likvidací.

Z následujícího grafu je patrný každoroční nárůst podpory obnovitelných zdrojů. Při současné nízké ceně elektrické energie 1050 Kč/MWh je tento příspěvek přibližně 65 % z ceny silové elektřiny.



Zdroj: ČEZ₂, vlastní zpracování.

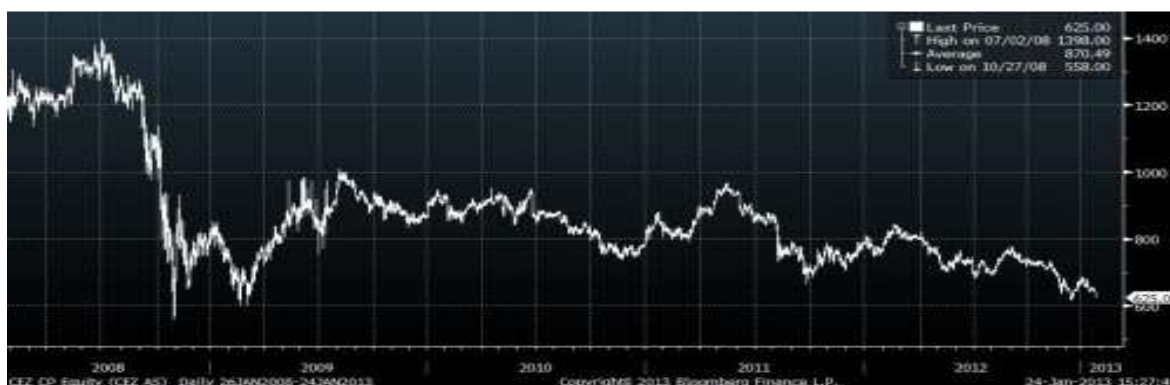
4.4 Firemní fundamentální analýza

Zveřejněný hospodářský výsledek za ¾ kalendářního roku se zvýšil z 26,4 na 33,4 miliardy korun tj. o 27 %. EBITDA tj. provozní zisk před odpisy vzrostl za stejné období z 62,4 na 64,7 mld. Kč tj. o 4 %, na což měl vliv hlavně nárůst výroby ve větrných elektrárnách v Rumunsku a zvýšení výroby v jaderných elektrárnách. Záporně na EBITDA působila distribuce v Albánii na úrovni – 4,2 miliardy Kč. Provozní výnosy vzrostly ze 150,6 na 162,5 miliard Kč.

Díky prodeji elektrické energie na několik let dopředu, se společnost vyhne v roce 2013 poklesům zisku. Je možné očekávat pokles zisku v roce 2014 přibližně o 5 % kvůli současným cenám elektrické energie a také díky tomu, že podíl uhelných elektráren není tak vysoký jako u některých energetických společností tj. přibližně 47 % energie je vytvořeno jadernými elektrárnami.

K 1.2.2012 poklesla cena akcie společnosti ČEZ a.s. na hodnotu 600 Kč. Za takto nízké ceny bylo možné pořídit akcie naposledy kolem 28.10.2008 i když hned o dva dny později vyskočila cena na částku 820 Kč a do konce roku byl kurz akcie v rozmezí 660 a 870 Kč přičemž jej provázela velmi vysoká volatilita. Současný vývoj kurzu akcií souvisí se snížením cen elektrické energie způsobený poklesem cen emisních povolenek a uhlí. Strach pro investory z těchto poklesů a tím pádem ze snížení budoucího zisku se nejspíše ukáže pouze jako krátkodobá záležitost a ceny akcií budou v příštích měsících pravděpodobně růst, díky predikci společnosti ČEZ a.s., která odhaduje čistý zisk za rok 2012 v částce 40,6 miliard. Tento zisk by byl větší nebýt problémů v Albánii.

Dle mluvčí ČEZ Barbory Půlpánové by měla společnost na období 2013 až 2019 získat povolenky v hodnotě 13 miliard korun. Společnost ČEZ bude v tomto období nejspíše investovat do modernizace technologií až 65 miliard korun. Nepředpokládá se, že by musela nakupovat povolenky nad rámec množství, které získá výměnou za investice. Níže uvedený graf zobrazuje vývoj ceny akcie společnosti ČEZ a.s. za posledních pět let.



Zdroj: (Patria, 2013)

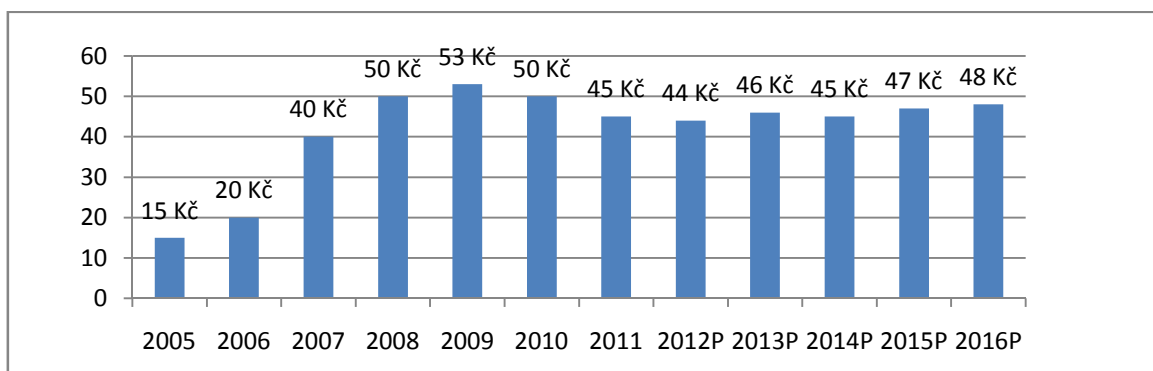
Akcie společnosti ČEZ a.s. se vyznačují vysokou volatilitou způsobenou jednak krizí a také cenou elektrické energie. Při pohledu na vývoj ceny akcií v minulém roce a na pokles cen energie je zde vidět stejný klesající trend, přičemž pokles ceny energií se nevyznačoval takovým kolísáním.

Dle analytiků publikujících analýzy o společnosti ČEZ a.s. od srpna 2012 do 17. prosince 2012 je průměrná cílová cena 788 Kč za akcii, přičemž se predikce pohybuje v rozmezí 600 až 978 Kč. Doporučení devíti z nich je nakupovat, čtyř držet a dvou redukovat. Níže uvedená tabulka zobrazuje cílovou cenu několika analytiků.

Datum vydání	Emise	Kdo vydal doporučení	Původní cílová cena	Nová cílová cena	Investiční doporučení	Poznámka
21.2.2013	ČEZ	Raiffeisen	830 Kč	670 Kč	držet	potvrzené doporučení
19.2.2013	ČEZ	BNP Paribas		800 Kč	outperform	potvrzené doporučení
11.2.2013	ČEZ	Goldman Sachs	874 Kč	885 Kč	buy/attractive	potvrzené doporučení
4.2.2013	ČEZ	Morgan Stanley	850 Kč	780 Kč	overweight	

Zdroj: (IPOINT, 2013)

Při naplnění predikce čistého zisku za rok 2012 by se dividenda mohla pohybovat na podobné částce, jako tomu bylo minulý rok. Akcie ČEZ a.s. s přibližným dividendovým výnosem 6,5 procenta a s relativně stabilní a zajímavou dividendou vyplácenou posledních 5 let, patří mezi investory k zajímavé investici jako alternativě k investování na peněžním trhu. Následující graf zobrazuje výši dividendy až do roku 2016 podle predikce.



Zdroj: (ČEZ₃, 2013), vlastní zpracování, predikce pro roky 2012-2016 z analýzy provedené společností Fio banka, a.s. k 12.11.2012.

4.4.1 Výkaz skupiny ČEZ

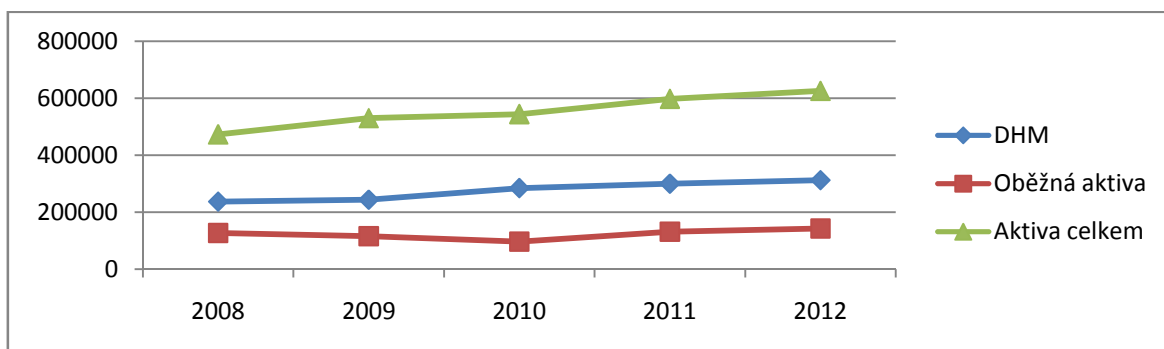
V následující podkapitole jsou zobrazeny a okomentovány zjednodušené tabulky aktiv, pasiv, výsledků hospodaření a výkaz o peněžních tocích respektive jejich vybrané roční změny. Použité účetní výkazy společnosti ČEZ a.s. jsou v přílohách této práce.

Tabulka aktiv:

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
Stálá aktiva	346237	414955	448274	467579	483481
Dlouhodobý hmotný majetek	236626	243241	284020	299250	311704
Ostatní stálá aktiva	55411	86150	85764	80716	78647
Dlouhodobý nehmotný majetek	18074	18653	15670	16788	24111
Dlouhodobý finanční majetek	34614	49423	52512	51810	40504
Oběžná aktiva celkem	126938	115304	96101	130528	142187
Peněžní prostředky a ekvivalenty	17303	29727	22163	22062	22471
Pohledávky	41729	46350	39627	54732	49977
Aktiva celkem	473175	530259	544375	598107	625668

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování, 2012 stav k září.

Z tabulky je vidět patrný nárůst aktiv společnosti, která za posledních pět let vzrostla přibližně o 32 %. Každoroční růst stálých aktiv je způsoben neustálým rozšiřováním společnosti prostřednictvím různých akvizic, stavbou a modernizací elektráren a podobně. Následující graf zobrazuje vývoj jednotlivých typů aktiv.



Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

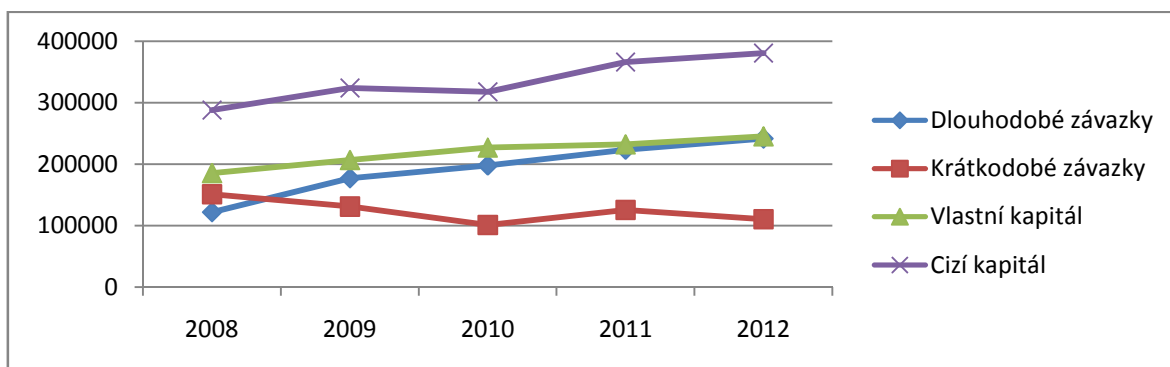
Následující tabulka pasiv zobrazuje vývoj vybraných položek od roku 2008, přičemž údaje pro rok 2012 jsou získána z mezitímní účetní závěrky za první tři čtvrtletí 2012.

Tabulka pasiv:

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
Vlastní kapitál celkem	185410	206675	227052	232078	245249
Základní kapitál	59221	53799	53799	53799	53799
Nerozdělené zisky a KF	180941	151713	172251	177296	191532
Dlouhodobé závazky	122193	177181	198061	223691	241719
Dlouhodobé dluhy	66526	118921	140040	164685	184248
Krátkodobé závazky	151151	131068	101071	125392	110675
Krátkodobé úvěry	35001	31257	9618	5500	4579
Obchodní a jiné závazky	93646	76853	58804	78186	71009
Pasiva celkem	473175	530259	544375	598107	625668
Z toho cizí zdroje	287765	323584	317323	366029	380419

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování, 2012 stav k září.

Cizí zdroje ve vztahu k vlastnímu kapitálu mezi roky 2011 a 2012 klesli o 9,86 miliardy Kč. Poměr cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu je cca 1,4, to je vyšší než doporučená hodnota 1, nicméně výhodou větší části cizího kapitálu je, že většinou vyjde toto financování levněji, než financování z vlastního. Nevýhodou na druhou stranu je fakt, že vyšší financování cizím kapitálem je spojeno i s vyšším rizikem pro investory. Následující graf, zachycuje změny vlastního a cizího kapitálu.



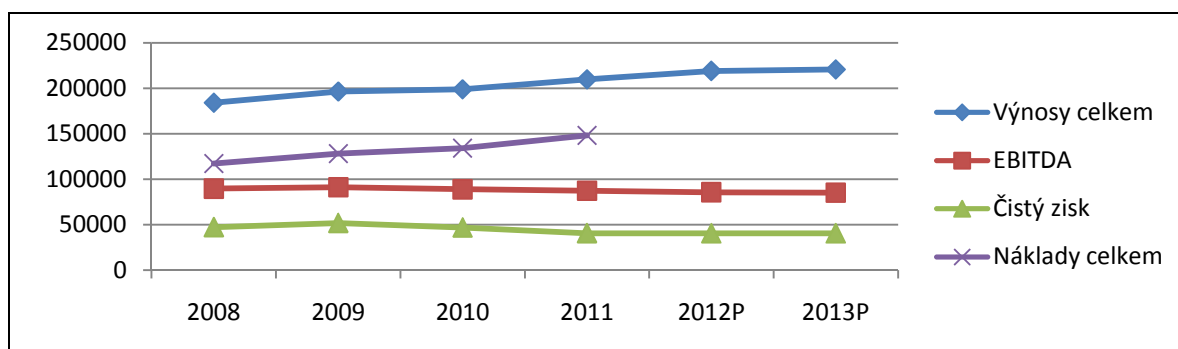
Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Tabulka výsledovky:

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
Provozní výnosy	183958	196352	198848	209761	219100	220700
Provozní náklady	-117304	-128153	-134060	-148219	-	-
EBITDA	89530	91075	88848	87312	85700	85200
Odpisy	-22047	-22876	-24060	-25770	-	-
Provozní zisk	66654	68199	64788	61542	-	-
Zisk před zdaněním	60716	64946	58680	51952	-	-
Čistý zisk	47351	51855	46941	40753	40600	40600

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování, predikce k 17.12.2012.

Růst výnosů bude i nadále pokračovat, je to proto, že budou dokončeny různé projekty ať už vodních nebo větrných elektráren. Dále také kvůli každoročnímu zvyšování spotřeby elektrické energie v tuzemsku, které dle predikce operátora trhu s elektřinou (OTE a.s.) se do roku 2020 zvýší o 20 % oproti roku 2011. Zvyšování odpisů koresponduje s neustálým zvyšováním dlouhodobého hmotného majetku. Velký vliv na budoucí zisky společnosti a i její budoucí směřování bude mít vývoj regulace energetiky.



Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Tabulka peněžních toků:

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Zisk před zdaněním	60716	64946	58680	51952
Odpisy	22090	26171	26924	26098
CF z provozní činnosti	70583	87354	77165	61773
Zaplacená daň z příjmu	16285	-16522	-11944	-8916
CF z investiční činnosti	-60170	-99022	-65584	-52876
Nabytí stálých aktiv	-46186	-70791	-63018	-53241
CF z finanční oblasti	-5917	22230	-15592	-8419
Vyplacené dividendy	-21218	-26545	-28234	-26655
Čistý přírůstek CF	4874	9424	-4541	-124

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Mezi roky 2010 a 2011 došlo k poklesu cash-flow z provozní činnosti o 15,4 miliardy. Na tomto poklesu se nejvíce podílel nárůst salda pohledávek a závazků z obchodního styku o 6 miliard. Peněžní toky v investiční činnosti za stejné období klesly o 12,7 miliard především z důvodu nižších investic do dlouhodobého majetku o 9,8 miliardy. Peněžní tok z finanční oblasti klesl o 7,1 miliardy, hlavním důvodem bylo nižší splácení, ale oproti tomu také nižší čerpání půjček a úvěrů s vlivem 4,8 miliardy.

4.4.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele tvoří několik základních skupin. Patří sem ukazatele rentability, likvidity a aktivity, zadluženosti, cash flow a ukazatele vycházející z kapitálového trhu. Poměrové ukazatele společnosti ČEZ a.s. jsou hodnoceny na základě historického vývoje, případně dále dle doporučených hodnot pro daný typ.

Ukazatele rentability

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
EAT (zisk před zdaněním)	60716	64946	58680	51952
Vlastní kapitál	185410	206675	227052	232078
ROE	32,7 %	31,4 %	25,8 %	22,4 %

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Rentabilita vloženého kapitálu (ROA)

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
EAT (zisk před zdaněním)	60716	64946	58680	51952
Celková aktiva	473175	530259	544375	598107
ROA	12,8 %	12,3 %	10,8 %	8,7 %

Provozní rentabilita tržeb (ROS)

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Provozní zisk (EBIT)	66654	68199	64788	61542
Provozní výnosy	183958	196352	198848	209761
ROS	36,2 %	34,7 %	32,6 %	29,3 %

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Pokles ukazatelů za sledované období je relativně výrazný. U prvních dvou je tento pokles přibližně třetinový u posledního přibližně 19 %. Mezi léty 2008 a 2009 došlo k růstu zisku, od tohoto roku ale zisk klesá. Provozní výnosy i náklady rostou, nicméně náklady rostou o něco rychleji. Růst provozních nákladů koresponduje s růstem dlouhodobého hmotného majetku a tím pádem i odpisů. I přes výrazný pokles ukazatelů, který je způsoben útlumem ekonomiky, lze tyto ukazatele pokládat za dobré.

Ukazatele likvidity

Mezi tři základní typy patří likvidita běžná, tj. oběžná aktiva děleno krátkodobá pasiva, u kterých je doporučená hodnota ve výši 1,5 – 2,5. Dále pohotová likvidita tj. oběžná aktiva mínus zásoby děleno krátkodobé závazky, kde doporučovaná hodnota je mezi 0,7 a 1. Posledním typem je okamžitá likvidita, jež udává poměr mezi peněžními prostředky a krátkodobými závazky.

Běžná likvidita

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	126938	115304	96101	130528
Krátkodobé závazky	151151	131068	101071	125392
Běžná likvidita	0,84	0,88	0,95	1,04

Pohotová likvidita

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva - zásoby	119065	123165	88932	121656
Krátkodobé závazky	151151	131068	101071	125392
Pohotová likvidita	0,78	0,94	0,88	0,97

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Okamžitá likvidita

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Peněžní prostředky a Ekviv.	17303	26727	22163	22062
Krátkodobé závazky	151151	131068	101071	125392
Okamžitá likvidita	0,11	0,2	0,22	0,18

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Běžná likvidita ve sledovaném období stoupala, stejně tak i pohotová likvidita vyjma roku 2010. Okamžitá likvidita se poslední tři roky drží na spodní doporučené hodnotě. Běžná likvidita je u společnosti ČEZ a.s. velice nízko v porovnání s doporučenými hodnotami, ale v případě činnosti, kterou se společnost zabývá, není výsledek překvapivý. Pohotová likvidita se drží poslední tři roky přibližně v polovině doporučeného intervalu. Za rok 2011 je na hodnotě 0,97 což je blízko jedné, což znamená, že jsou krátkodobé závazky kryty krátkodobými pohledávkami a finančním majetkem.

Ukazatelé zadluženosti

Zadluženost patří po rentabilitě a likviditě k velmi důležitému ukazateli, protože primárně zobrazuje podíl financování cizími zdroji na celkových zdrojích. Při velké zadluženosti podniku cizími zdroji se investice do takového podniku stává rizikovější a žádost o další úvěr může být provázena díky této rizikovosti vyššími úrokovými sazbami. Stejně tak akcionáři většinou požadují vyplácení vyšších dividend z důvodu vyšší rizikovosti investice. Mezi ukazatele zadluženosti patří například ukazatel věřitelského rizika tj. poměr cizích zdrojů k pasivům. Dalším vhodným ukazatelem je míra zadluženosti vlastního kapitálu, jež je podílem dlouhodobých cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Posledním níže uvedeným ukazatelem zadluženosti je doba splácení dluhu, ta vyjadřuje za jak dlouho je podnik schopen z vyprodukovaných prostředků uhradit cizí zdroje. Je počítán jako poměr cizích zdrojů včetně nákladových úroků a ziskem před zdaněním, odpisy a úroky (EBITDA).

Ukazatel věřitelského rizika

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	287765	323584	317323	366029
Celková pasiva	473175	530259	544375	598107
Ukazatel věřitelského rizika	60,8 %	61,0 %	58,3 %	61,2 %

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Míra zadluženosti vlastního kapitálu dlouhodobými cizími zdroji

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobé cizí zdroje	122193	177181	198061	223691
Vlastní kapitál	185410	206675	227052	232078
Míra zadluženosti VK	0,66	0,86	0,87	0,96

Doba splácení dluhu

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje + placené úroky	292924	329061	322821	372985
EBITDA	89530	91075	88848	87312
Doba splácení dluhu	3,27	3,61	3,63	4,27

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Ukazatel věřitelského rizika se za sledované období pohybuje kolem 61 %, obecně je 50 % bráno jako horní hodnota intervalu průměrného zadlužení. Vyšší hodnoty jsou brány jako zvýšené riziko pro banky a věřitele. Míra zadluženosti vykazuje rostoucí trend, hodnota vyšší než 1 je brána jako indikátor zvýšeného rizika. Doba splácení dluhu se v roce 2008 pohybovala těsně pod maximální doporučenou hodnotou 3,5 roku. V letech 2009 a 2010 se pohybovala těsně nad touto hodnotou a v roce 2011 vzrostla až na hodnotu 4,27 nicméně ani v tomto případě se nejedná o nijak dramatickou hodnotu.

Ukazatele vycházející z cash-flow

Větší část poměrových ukazatelů lze vypočítávat za použití údajů o peněžním toku. Rentabilita celkového kapitálu, definována jako poměr cash-flow z provozní oblasti a celkového kapitálu, vypovídá o intenzitě využití kapitálu pro tvorbu peněžních prostředků. Rentabilita tržeb je vypočten jako poměr CF z provozní oblasti a ročních tržeb, vypovídá o vlivu tržeb na změnu stavu peněžních prostředků. Stupeň oddlužení, jakožto poměr CF z provozní činnosti a cizího kapitálu, vypovídá o tom, v jaké míře podnik vytváří peněžní prostředky k úhradě cizích zdrojů.

Rentabilita celkového kapitálu

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
CF z provozní činnosti	70583	87354	77165	61773
Pasiva celkem	473175	530259	544375	598107
Rentabilita celkového kap.	14,92 %	16,47 %	14,17 %	10,32 %

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Rentabilita tržeb

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
CF z provozní činnosti	70583	87354	77165	61773
Celkové výnosy	183958	196352	198848	209761
Rentabilita tržeb	38,37 %	44,48 %	38,81 %	29,45 %

Stupeň oddlužení

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
CF z provozní oblasti	70583	87354	77165	61773
Cizí kapitál	473175	530259	544375	598107
Stupeň oddlužení	14,92 %	16,47 %	14,17 %	10,33 %

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Všechny výše vypočtené ukazatele poklesly od roku 2009 do roku 2011 přibližně o 35 %, respektive k největšímu meziročnímu, přibližně 25 % poklesu došlo mezi roky 2010 a 2011. Tento pokles byl způsoben snížením peněžních toků z provozní oblasti o 15,4 miliardy. Kolísání peněžních toků, a tím i ukazatelů na něm závislých, byl z části způsoben vývojem kurz koruny vůči euru, respektive vlivem změny reálné hodnoty finančních nástrojů zajišťujících peněžní toky účtovaných do vlastního kapitálu.

Ukazatele používající informace z kapitálového trhu

Mezi nejznámější ukazatel spadající do této kategorie patří (P/E) tj. poměr ceny akcie a zisku po zdanění připadající na akcii. Dalším důležitým ukazatelem je dividendový poměr, který je podílem dividendy na akcii k zisku po zdanění na akcii. Ukazatel P/B je tržní cena akcie k účetní hodnotě vlastního jmění firmy na jednu akcii.

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011
Tržní cena akcie k 30.12	784	864	783	742
Zisk po zdanění na akcii	87,0	96,7	88,1	76,3
Dividenda	50	53	50	45
Účetní hod. vlastního jmění	185410	206675	227052	232078
VK na akcii	346,82	387,594	425,341	434,569
Počet akcií (v tis. ks)	534594	533225	533811	534041
P/E	9,01	8,93	8,89	9,76
P/B	2,261	2,229	1,841	1,707
Dividendový poměr	0,575	0,548	0,568	0,589

Zdroj: (ČEZ₄, 2013), vlastní zpracování.

Z tabulky je patrný relativně neměnný dividendový poměr pohybující se kolem 57 %. Tento ukazatel pro rok 2011 vyjadřuje, že z čistého zisku na akcii je vyplaceno formou dividend 58,9 %. Ukazatel P/E se od roku 2008 do roku 2010 pohyboval kolem hodnoty 9, v roce 2011 došlo ke zvýšení na hodnotu 9,76. Tato hodnota vyjadřuje, že se akcie prodávají za přibližně desetinásobek ročního zisku. Ukazatel P/B od roku 2008 klesá, respektive se snížil z hodnoty kolem 2,26 na 1,7. Tato hodnota znamená, že zaplatíme 1,7 násobek její účetní hodnoty. Hodnota ukazatele B/P 2 znamená, že by v případě její likvidace akcionář teoreticky získal polovinu z ceny akcie.

4.4.3 Dividendový diskontní model

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti ČEZ a.s, byl zvolen dividendový diskontní model. Výchozím materiálem pro stanovení vývoje dividend byla predikce z 12.11.2012 provedená společností Fio banka, a.s. (viz příloha 8). Tempo růstu dividend bylo na základě této analýzy stanoveno na 2 procenta ročně. Požadovaná výnosová míra byla vypočtena jako součet bezrizikové míry a rizikové prémie. V případě bezrizikové výnosové míry, se jedná o hodnotu, která je prezentována výnosy z dlouhodobých státních dluhopisů na sekundárním trhu, před zdaněním, se zbytkovou splatností kolem 10 let. Hodnota byla zjištěna z databáze Eurostatu a je pro leden 2013 1,96. K této bezrizikové míře je přičtena riziková prémie, která je pro Českou republiku dle přehledu sestaveného profesorem Damodaranem 6,13. Požadovaná výnosová míra je tedy 8,09 %. Výpočet je proveden pomocí vzorce:

$$V_0 = D_0 \frac{1 + g}{r - g} \quad \rightarrow \quad V_0 = 44 \frac{1 + 0,02}{0,0809 - 0,02} \quad \rightarrow \quad V_0 = 737 \text{ Kč}$$

Kde: V_0 je vnitřní hodnota akcie,

D je dividendy vyplacená v jednotlivých letech,

r je požadovaná výnosová míra,

g je tempo růstu dividend (Krabec, 2007).

Po dosažení do výše uvedeného vzorce byla vnitřní hodnota akcie společnosti ČEZ a.s. stanovena na 737 Kč. Vývoj ceny akcií společnost v posledních měsících je vidět v následujícím grafu.



Zdroj: (ČEZ₅, 2013).

5 ZÁVĚR

Literární rešerže byla vytvořena komparací literatury zabývající se problematikou fundamentální akciové analýzy. Teoretická část byla použita jako východisko pro vypracování praktické části skládající se z makroekonomické, odvětvové a firemní analýzy.

V makroekonomické analýze je jedním z nejdůležitějších faktorů hrubý domácí produkt, který vyjadřuje jak je na tom ekonomika daného státu. V roce 2012 kleslo HDP o 1,1 procenta, v roce 2013 by mělo dle predikce České národní banky meziročně klesnout o 0,3 % a v roce 2014 by mělo dojít k meziročnímu nárůstu o 2,1 procent. Dalším neméně důležitým faktorem je snižování sazeb ČNB až na hodnoty blízké nule, které mají za cíl podpořit ekonomický růst. Pokles sazeb má vliv na vývoj cen akcií, jelikož banky i jiní investoři kvůli nízkým úrokovým sazbám raději investují na kapitálovém trhu.

Energetické odvětví je kromě vývoje HDP nejvíce ovlivněno regulací jak ze strany státu tak Evropské unie. Nejdůležitějším faktorem, který ovlivňuje Evropská komise, jsou emisní povolenky na oxid uhličitý. Přebytek těchto povolenek na trhu, způsobený nižším růstem ekonomiky než se předpokládalo, způsobil pokles cen těchto povolenek na historická minima. Důsledkem toho byl i pokles cen silové elektřiny na trhu, což bude mít za následek snížení zisku energetických společností. Dalším důsledkem snížení cen povolenek bude zvýšení výroby elektrické energie a tepla z uhelných elektráren, což je proti záměru Evropské komise, kterým je snižování emisí skleníkových plynů.

Z účetních výkazů je patrný nárůst aktiv společnosti, která za posledních pět let vzrostla přibližně o 32 %. Tento růst je způsoben mimo jiné, každoročním dokončováním různých projektů ať už vodních, větrných či jiných elektráren. Spotřeba elektrické energie každým rokem stoupá a dle predikce operátora trhu s elektřinou (OTE a.s.) se do roku 2020 zvýší oproti roku 2011 o 20 %. Velký vliv na budoucí zisky společnosti a i budoucí směřování společnosti bude mít vývoj regulace energetiky. I přes pokles zisku v posledních dvou letech kvůli nepříznivému vývoji ekonomiky se jedná o společnost, jejíž zisk před zdaněním se za poslední léta pohybuje od 53 do 65 miliard. Kč. Zadlužení

společnosti cizími zdroji se poslední roky pohybuje kolem 60 %. Společnost vyplácela na dividendách v posledních letech přibližně 58 % zisku. I nadále trvá předpoklad vysokého vypláčení dividend, jelikož je stát hlavním akcionářem a má zájem na přísunu peněz do státního rozpočtu.

Vnitřní hodnota akcie byla vypočtena dividendovým diskontním modelem na úrovni 737 Kč. V měsíci únoru se cena akcie společnosti ČEZ a.s. pohybovala mezi 600 a 638 Kč. Akcie společnosti se pohybují na těchto cenách díky ztrátě licence v Albánii a nepokojům v Bulharsku. Ty jsou způsobeny převážně špatně nastavenou dotační politikou obnovitelných zdrojů, díky které došlo k růstu cen elektrické energie pro konečné zákazníky. Na snížení cen akcií společnosti se také podepsala klesající cena emisních povolenek a tím i cena elektrické energie. Lze se domnívat, že akcie společnosti ČEZ jsou v současné době podhodnocené a jedná se o dobrou investici. I kdyby investor počítal s poklesem dividend o 10 %, tak se stále při ceně 600 Kč za akcii bude jednat o dividendový výnos kolem 6,5 %. Je pravděpodobné, že v příštích měsících bude cena kolísat kolem hodnoty 620 Kč. Pokud dojde k vyřešení problémů s emisními povolenkami a bude pro příští roky jasnější vývoj v oblasti dotací obnovitelných zdrojů, tak by po předpokládaném propadu zisku v roce 2014, který bude způsobem současnými nízkými cenami elektřiny, mohlo pravděpodobně dojít v roce 2015 -2016 k návratu na cenu kolem 700 - 780 Kč.

6 SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- 1) DĚDIČ Jan a kol. *Akciové společnosti*. 7. vydání. Praha: C.H.Beck, s.r.o., 2012. ISBN: 978-80-7400-404-9.
- 2) GRÜNWARD Rolf, HOLEČKOVÁ Jaroslava. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2009. ISBN: 978-80-86929-26-2.
- 3) JÍLEK Josef. *Akciové trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. ISBN: 978-80-247-2963-3.
- 4) KUBÍČKOVÁ Dana, KOTĚŠOVCOVÁ Jana, *Finanční analýza*, Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., 2006. ISBN: 80-86754-57.
- 5) KRABEC Jaroslav, *Finanční trhy*. Praha: Bankovní institut vysoká škola, a.s. 2007. ISBN: 978-80-7265-4.
- 6) REJNUŠ Oldřich. *Peněžní ekonomie (finanční trhy)*. 5.vydání. Brno: AKADEMICKÉ NAKLADATELSTVÍ CERM, s.r.o., 2010. ISBN: 978-80-214-4044-9.
- 7) ŠTÝBR David, *Začínáme obchodovat a investovat na kapitálových trzích*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2011. ISBN: 978-80-247-3648.
- 8) VESELÁ Jitka, *Analýza trhu cenných papírů II.díl: Fundamentální analýza*. Nakladatelství Oeconomica, 2003. ISBN: 80-245-0506-1.
- 9) Akcieatrhy. *Inflace ČR* (online). (cit. 2013-02-15). Dostupné z: <http://www.akcieatrhy.cz/cz/chcete-brat-duchod-20-000-kc-mesicne-mame-pro-vas-navod-cast-druha>.
- 10) Brent. *Vývoj ceny černého uhlí* (online). (cit. 2013-02-03). Dostupné z: <http://brent.wz.cz/coal.html>.
- 11) Fio. *Analýza společnosti ČEZ*. (online). (cit. 2013-02-17). Dostupné z: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/analyzy/122402-analyza-spolecnosti-cez>.
- 12) ČEZ. *Profil společnosti* (online). (cit. 2013-02-23). Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/profil-spolecnosti.html>.

- 13) ČEZ₂. *Cena elektřiny* (online). (cit. 2013-01-29). Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-media/tiskove-zpravy/4062.html>.
- 14) ČEZ₃. *Skupina ČEZ* (online). (cit. 2013-01-30). Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-media/cisla-a-statistiky/skupina-cez.html>.
- 15) ČEZ₄. *Výroční zprávy* (online). (cit. 2013-01-28). Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky/vyrocnizpravy.html>.
- 16) ČEZ₅. *Vývoj cen akcií* (online). (cit. 2013-03-02). Dostupné z: <http://www.cez.cz/edee/www/cs/akcie/akcie.jsf#stocks>.
- 17) ČEZ₆. *Složení palivového mixu* (online). (cit. 2013-01-02). Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/odpovedna-firma/zivotni-prostredi/informace-dle-energetickeho-zakona-c458-2000-sb/2011/podil-zdroju-elektriny.html>.
- 18) ČSÚ. *Průmyslová produkce v roce 2012 mírně klesla* (online). (cit. 2013-02-02). Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/ainformace/7B09003F8FC5>.
- 19) ČSÚ₂. *Co hnalo v posledních letech spotřebitelské ceny v České republice výš? Vyšší daně.* (online). (cit. 2013-02-02). Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/c103112analyza12.doc>.
- 20) ČSÚ₃. *Zaměstnanost a nezaměstnanost podle výsledků VŠPS – 4. Čtvrtletí 2012* (online). (cit. 2013-02-06). Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/czam020113.doc>.
- 21) IPOINT. *Růstový potenciál spadl o 70%* (online). (cit. 2013-01-29). Dostupné z: <http://www.ipoint.cz/zpravy/1127307111-raiffeisen-rustovy-potencial-cez-spadl-o-70-prehled-doporuceni/>.
- 22) Infip. *Česká makroekonomická data v grafech* (online). (cit. 2013-01-24). Dostupné z: <http://infip.cz/grafy/makroekonomika/8/hdp-v-cr>.
- 23) Kurzycz. *Elektřina - aktuální a historické ceny elektřiny, graf vývoje ceny elektřiny* (online). (cit. 2013-01-27). Dostupné z: <http://infip.cz/grafy/makroekonomika/8/hdp-v-cr>.
- 24) MPO. *Zahraniční obchod 1/2013* (online). (cit. 2013-02-02). Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument103007.html>.

- 25) Psychologická analýza. *Investors.nazory.cz* (online). (cit. 2012-09-23). Dostupné z: <http://www.akcieatrhy.cz/cz/zamestnanecke-akcie>.
- 26) Patria. *Cena povolenek* (online). (cit. 2013-01-28). Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2250398/flash-cena-emisnich-povolenek-dnes-pada-az-o-40-po-zamitnuti-opravy-trhu-prumyslovym-vyborem-ep.html>.

7 PŘÍLOHY

Příloha 1: Průmyslová produkce 2005 – 2012.

Příloha 2: Vývoz a dovoz ČR 1-11.2011 a 2012.

Příloha 3: Ceny uhlí.

Příloha 4: Složení zdrojů elektrické energie ČEZ a.s.

Příloha 5: Podíl zvyšování daní na růstu inflace.

Příloha 6: Počty nezaměstnaných.

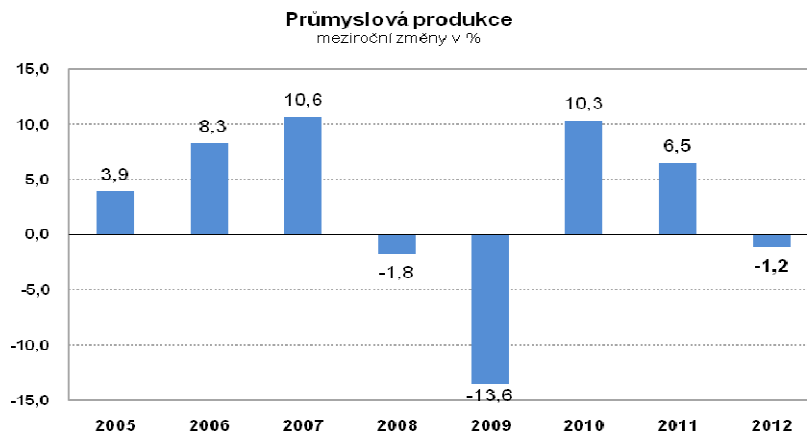
Příloha 7: Inflace.

Příloha 8: Predikce dividend do roku 2016.

Příloha 9: Výkazy společnosti ČEZ a.s. za roky 2008-2009.

Příloha 10: Výkazy společnosti ČEZ a.s. za roky 2010-2011.

Příloha 1:



Zdroj: (ČSÚ, 2013).

Příloha 2:

VÝVOZ					DOVOZ					BILANCE	
1-11/2011		1-11/2012		index 12/11	1-11/2011		1-11/2012		index 12/11	1-11/11	1-11/12
mil.K č	%	mil.Kč	%		mil.K č	%	mil.Kč	%		mil. Kč	mil. Kč
2 651 636	100, 0	2 855 088	100, 0	107, 7	2 467 680	100, 0	2 548 046	100, 0	103, 3	183 956	307 042

Zdroj: (MPO, 2013).

Příloha 3 (ceny uhlí):



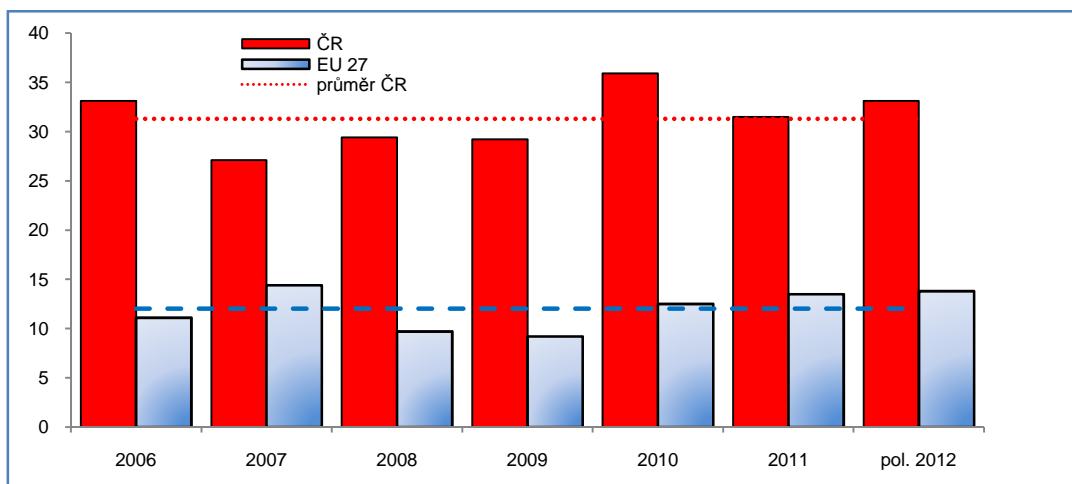
Zdroj: (Brent, 2013).

Příloha 4 (palivový mix ČEZ, a. s. v roce 2011):



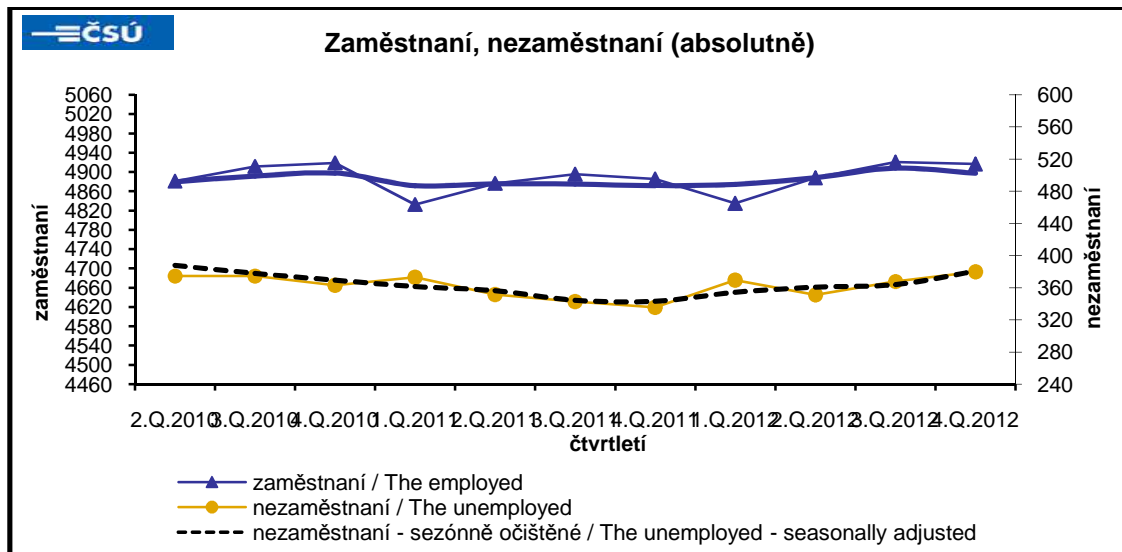
Zdroj: (ČEZ₆, 2013).

Příloha 5 (podíl zvyšování daní na růstu inflace):



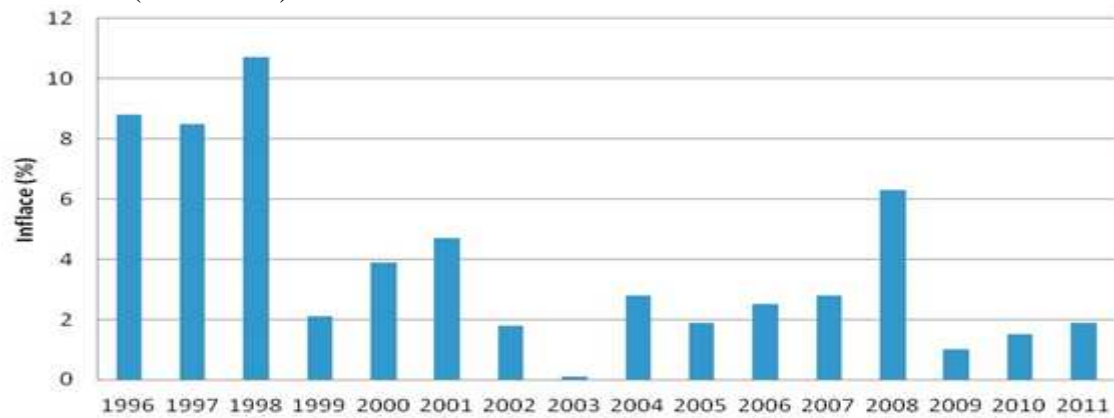
Zdroj: (ČSÚ₂, 2013).

Příloha 6



Zdroj: (ČSÚ₃, 2013).

Příloha 7 (inflace ČR):



Zdroj: (Akcieatry, 2013).

Příloha 8 (výhled dividend společnosti ČEZ a.s.):

2012	2013	2014	2015	2016
44,0	46,0	45,0	47,0	48,0

Zdroj: (Fio, 2013).

Příloha 9 (Výkazy společnosti ČEZ a.s. za roky 2008-2009):

Skupina ČEZ Konsolidovaná rozvaha v souladu s IFRS k 31. 12. 2009

(v mil. Kč)

AKTIVA	2009	2008 (upraveno *)	2007 (upraveno *)
Dlouhodobý hmotný majetek			
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	509 618	488 959	479 091
Oprávy a opravné položky	-200 377	-252 330	-234 297
Dlouhodobý hmotný majetek, netto (bod 3)	243 241	236 629	244 794
Jaderné palivo, netto	5 439	6 287	6 983
Nedokončené investice (bod 3)	80 125	47 913	25 368
Dlouhodobý hmotný majetek, jaderné palivo a investice celkem	328 805	290 829	277 145
Ostatní stálá aktiva			
Cenné papíry v ekvivalenci	17 250	1 900	248
Dlouhodobý finanční majetek, netto (bod 4)	49 423	34 614	16 465
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto (bod 5)	18 853	18 074	19 060
Ukládaná daňová pohledávka (bod 27)	824	818	482
Ostatní stálá aktiva celkem	86 350	55 411	36 265
Stálá aktiva celkem	414 955	346 237	313 420
Oběžná aktiva			
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty (bod 8)	20 727	17 303	12 429
Pohledávky, netto (bod 9)	46 350	41 729	23 680
Pohledávka z titulu daně z příjmů	997	140	79
Zásoby materiálu, netto	4 959	4 914	4 484
Zásoby fosilních paliv	2 944	2 959	857
Emisní povolenky (bod 10)	1 212	1 523	355
Ostatní finanční aktiva, netto (bod 11)	29 706	56 237	10 246
Ostatní oběžná aktiva (bod 12)	2 409	2 133	5 192
Oběžná aktiva celkem	115 304	126 938	57 522
AKTIVA CELKEM	530 259	473 175	370 942
PASIVA			
Vlastní kapitál			
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku			
Základní kapitál	53 798	59 221	59 221
Vlastní akcie	6 761	66 673	55 972
Nezodpovězené zisky a kapitalové fondy	151 713	180 941	168 103
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku celkem (bod 13)	212 272	206 835	183 296
Nekontrolované podíly	6 314	12 158	12 874
Vlastní kapitál celkem	218 586	219 033	196 170
Dlouhodobé závazky			
Dlouhodobé dluhy bez části splatné během jednoho roku (bod 14)	118 621	66 525	51 984
Rezerva na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva (bod 17)	37 352	35 631	39 191
Ostatní dlouhodobé závazky (bod 18)	21 108	20 038	16 623
Dlouhodobé závazky celkem	177 081	122 193	107 798
Odloužené daňové závazky (bod 27)	15 335	14 421	17 153
Krátkodobé závazky			
Krátkodobé úvěry (bod 19)	31 257	35 001	18 048
Část dlouhodobých dluhů splatná během jednoho roku (bod 14)	6 632	4 874	3 226
Obchodní a jiné závazky (bod 20)	78 853	93 648	25 737
Závazek z titulu daně z příjmů	1 359	3 913	5 989
Ostatní pasiva (bod 21)	14 967	13 720	8 585
Krátkodobé závazky celkem	133 068	151 156	61 585
PASIVA CELKEM	530 259	473 175	370 942

Zdroj: (ČEZ, 2013).

Skupina ČEZ
Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty v souladu s IFRS
k 31. 12. 2009

(v mil. Kč)

	2009	2008 (upraveno *)
Provozní výnosy		
Tržby z prodeje elektrické energie	173 494	165 317
Výnosy a náklady z derivátových obchodů s elektrickou energií, uhlím a plynem, netto	6 894	4 095
Tržby z prodeje tepla a ostatní výnosy	18 964	14 548
Výnosy celkem (bod 23)	199 352	183 960
Provozní náklady		
Palivo	-15 805	-16 176
Nákup energie a související služby	-48 170	-41 670
Ópravy a údržba	-6 043	-5 597
Odpisy	-22 876	-22 047
Osobní náklady (bod 23)	18 116	16 066
Materiál	-6 272	-4 589
Emisní povolenky, netto (bod 10)	305	1 908
Ostatní provozní náklady (bod 24)	-12 176	-12 267
Náklady celkem	-128 153	-117 304
Zisk před zdaněním a ostatními náklady a výnosy	68 199	66 654
Ostatní náklady a výnosy		
Nákladové úroky z dluhu (bod 28)	-3 393	-3 193
Nákladové úroky z jaderných a ostatních rezerv (body 2.34, 17 a 18)	-2 174	-2 056
Výnosové úroky (bod 25)	2 499	1 842
Kurzové zisky a ztráty, netto	-1 189	-1 311
Zisk/ztráta z prodeje dceřiných a přidružených podniků	2	333
Odpis zapomeného goodwillu a snížení hodnoty goodwillu, netto	-6 263	14
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto (bod 26)	1 183	-1 669
Výnosy z cenných papírů v ekvivalenci (bod 2.2)	2 996	12
Ostatní náklady a výnosy celkem	-5 253	-5 938
Zisk před zdaněním	64 946	60 716
Daň z příjmů (bod 27)	-13 091	-13 365
Zisk po zdanění	51 855	47 351
Zisk po zdanění přiřaditelný na		
Podíly akcionářů mateřského podniku	51 547	46 510
Nekontrolní podíl	308	841
Čistý zisk na akcii přiřaditelný na podíly akcionářů mateřského podniku (Kč/ks) (bod 30)		
Základní	90,7	87,0
Zředěný	96,8	88,9
Průměrný počet vydaných akcií (v tis. ks) (body 13 a 30)		
Základní	535 225	534 594
Zředěný	533 438	535 341

Zdroj: (ČEZ₄, 2013).

Skupina ČEZ
Konsolidovaný výkaz o úplném výsledku v souladu s IFRS
k 31. 12. 2009

(v mil. Kč)

	2009	2008
Zisk po zdanění	51 855	47 351
Ústřední úplný výsledek		
Změna reálné hodnoty finančních nástrojů zajišťujících peněžní toky účtovaná do vlastního kapitálu	2 719	-7 564
Ocukrování zajištění peněžních toků z vlastního kapitálu	1 643	-3 196
Změna reálné hodnoty realizovatelných cenných papírů účtovaná do vlastního kapitálu	84	372
Ocukrování realizovatelných cenných papírů z vlastního kapitálu	17	2
Rozdíly z kurzových přepestů	-2 713	-3 457
Podíl na změnách vlastního kapitálu přidružených a společných podniků	-11	112
Očložená daň z příjmů související s ostatním úplným výsledkem	-885	2 114
Ostatní pohyby	-	21
Ostatní úplný výsledek po zdanění	851	-11 596
Úplný výsledek po zdanění celkem	52 708	36 766
Úplný výsledek celkem přiřaditelný na		
Podíly akcionářů mateřského podniku	53 491	35 632
Nekontrolní podíly	-785	123

Skupina ČEZ
Konsolidovaný výkaz změn vlastního kapitálu v souladu s IFRS
k 31. 12. 2009

(v mil. Kč)

	Základní kapitál	Vlastní akcie	Rozdíly z kurzových přepestů	Zajištění peněžních toků	Realizované cenné papíry a ostatní rezervy	Nerozdělené zisky	Celkem	Nekontrolní podíly	Vlastní kapitál celkem
Stav k 31. 12. 2007	59 221	-55 972	-2 296	2 030	286	167 174	171 952	12 874	184 226
Zisk po zdanění	-	-	-	-	-	46 510	46 510	841	47 351
Ostatní úplný výsledek	-	-	-2 729	-8 570	298	121	-10 878	-718	-11 596
Úplný výsledek celkem	-	-	2 729	8 570	298	46 631	36 632	123	36 766
Dividendy	-	-	-	-	-	-21 021	-21 021	-2	-21 023
Poroznění vlastních akcií	-	-13 098	-	-	-	-	-13 098	-	-13 098
Prodej vlastních akcií	-	2 160	-	-	-	-1 596	564	-	564
Opční práve na nákup akcií	-	-	-	-	123	-	123	-	123
Převod uplatněných a zaniklých opčních práv v rámci vlastního kapitálu	-	-	-	-	-204	204	-	-	-
Změna nekontrolních podílů v souvislosti s akvizicemi	-	-	-	-	-	-	-	-837	-837
Stav k 31. 12. 2008	59 221	-66 910	-5 025	-5 631	503	191 094	173 252	12 158	185 410
Zisk po zdanění	-	-	-	-	-	51 547	51 547	308	51 855
Ostatní úplný výsledek	-	-	1 624	3 483	75	30	1 944	1 093	861
Úplný výsledek celkem	-	-	-1 624	3 483	75	51 577	53 491	-785	52 708
Údividendy	-	-	-	-	-	-26 638	-26 638	-15	-26 653
Snížení základního kapitálu	-5 422	61 313	-	-	-	-55 891	-	-	-
Prodej vlastních akcií	-	446	-	-	-	-300	146	-	146
Opční práve na nákup akcií	-	-	-	-	110	-	110	-	110
Převod uplatněných a zaniklých opčních práv v rámci vlastního kapitálu	-	-	-	-	-79	79	-	-	-
Změna nekontrolních podílů v souvislosti s akvizicemi	-	-	-	-	-	-	-	-5 044	-5 044
Stav k 31. 12. 2009	53 799	-5 151	-6 649	-2 198	609	159 921	200 361	8 314	206 676

Zdroj: (ČEZ, 2013).

Skupina ČEZ
Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích v souladu s IFRS
k 31. 12. 2009

(v mil. Kč)

	2009	2008
PRŮVODNÍ ČINNOSTI		
Zisk před zdaněním	64 946	60 716
Úpravy o naponázní operace		
Cópioy	23 171	22 090
Amortizace jaderného paliva	2 778	2 654
Zisk z prodeje stálých aktiv, netto	-112	-963
Kurzové zisky a ztráty, netto	1 199	1 311
Nakladové a výnosové úroky, přijaté dividendy	783	1 210
Změna stavu rezervy na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva	292	309
Čpravné položky k majetku, ostatní rezervy a ostatní naponázní náklady a výnosy	5 111	-214
Výnosy z obnyných papírů v ekvivalenc	2 036	12
Změna stavu aktiv a pasiv		
Pohledávky	-3 940	-18 470
Zásoby materiálu	-141	-43
Zásoby fosilních paliv	-14	-2 031
Ostatní oběžná aktiva	28 870	-12 233
Obchodní a jiné závazky	19 826	58 148
Ostatní pasiva	70	4 072
Peněžní prostředky vytvořené provozní činností	104 155	87 244
Zaplacená daň z příjmů	-16 522	-16 285
Placené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-1 947	-1 596
Přijaté úroky	1 627	1 142
Přijaté dividendy	41	68
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	81 354	70 583
INVESTIČNÍ ČINNOST		
Pořízení oceňných, přidružených a společných podniků, bez nakoopených peněžních prostředků (bod 6)	-25 152	-100
Přijmy z prodeje doobyných a přidružených podniků, bez prodávaných peněžních prostředků	1 270	1 601
Nabytí stálých aktiv (bod 2.9)	-70 791	-40 160
Přijmy z prodeje stálých aktiv	2 555	833
Poskytnuté půjčky	-9 557	-15 461
Spátky poskytnutých půjček	3 434	863
Změna stavu finančních aktiv s omezenou dostupností	-831	-1 200
Peněžní prostředky použité na investiční činnost	99 022	60 170
FINANČNÍ ČINNOST		
Čerpání úverů a půjček	298 930	349 972
Spátky úverů a půjček	-250 072	-322 365
Přínětky ostatních dlouhodobých závazků	72	528
Úhrady ostatních dlouhodobých závazků	-345	-203
Dividendy zaplacené akcionářům společnosti	-26 545	-21 216
Zaplacené úroky/Přijaté kapitákové vložky – nekonzolidní úroky, netto	-16	-4
Nakup a prodej vlastních akcií, netto	146	-12 535
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	22 230	-5 917
Vliv kurzových rozdílů na výši peněžních prostředků	-1 138	378
Čistý příněstek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	9 424	4 634
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku období	17 303	12 429
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty ke konci období	26 727	17 303
Dodatečné informace kvýkazu o peněžních tocích		
Čelkové zaplacené úroky	4 028	2 801

Zdroj: (ČEZ, 2013).

Příloha 10 (Výkazy společnosti ČEZ a.s. za roky 2010-2011):

**SKUPINA ČEZ
KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA
V SOULADU S IFRS K 31. 12. 2011**

(v mil. Kč)

AKTIVA	2011	2010 (upraveno*)
Dlouhodobý hmotný majetek		
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	605 063	559 349
Opravy a opravné položky	-305 813	-275 329
Dlouhodobý hmotný majetek, netto (bod 3)	299 250	284 020
Jaderné palivo, netto	8 844	7 005
Nedokončené hmotné investice (bod 3)	78 789	71 485
Dlouhodobý hmotný majetek, jaderné palivo a investice celkem	386 863	362 510
Ostatní stálá aktiva		
Cenné papíry v ekvivalenci	11 292	16 927
Dlouhodobý finanční majetek, netto (bod 4)	51 810	52 512
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto (bod 5)	16 788	15 670
Odloužená daňová pohledávka (bod 28)	826	655
Ostatní stálá aktiva celkem	80 716	85 764
Stálá aktiva celkem	467 579	448 274
Oběžná aktiva		
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty (bod 6)	22 062	22 163
Pohledávky, netto (bod 9)	54 732	39 627
Pohledávka z titulu daně z příjmů	678	1 711
Zasoby materiálu, netto	6 215	5 369
Zasoby fosilních paliv	2 657	1 800
Emisní povolenky (bod 10)	6 013	3 077
Ostatní finanční aktiva, netto (bod 11)	29 569	16 402
Ostatní oběžná aktiva (bod 12)	4 779	3 394
Aktiva klasifikovaná jako držena k prodeji (bod 13)	3 823	2 558
Oběžná aktiva celkem	130 528	96 101
AKTIVA CELKEM	598 107	544 375
PASIVA	2011	2010 (upraveno*)
Vlastní kapitál		
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku		
Základní kapitál	53 799	53 799
Vlastní akcie	-4 382	-4 619
Nerozdělené zisky a kapitálové fondy	177 296	172 251
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku celkem (bod 14)	226 713	221 431
Nekontrolní podíly	5 365	5 621
Vlastní kapitál celkem	232 078	227 052
Dlouhodobé závazky		
Dlouhodobé dluhy bez části splatné během jednoho roku (bod 15)	164 685	140 040
Rezerva na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva (bod 18)	37 285	36 848
Ostatní dlouhodobé závazky (bod 19)	21 721	21 173
Dlouhodobé závazky celkem	223 691	198 061
Odloužené daňové závazek (bod 28)	16 946	18 191
Krátkodobé závazky		
Krátkodobé úvěry (bod 20)	5 500	9 618
Část dlouhodobých dluhů splatná během jednoho roku (bod 15)	19 264	14 786
Obchodní a jiné závazky (bod 21)	78 186	58 804
Závazek z titulu daně z příjmů	1 701	689
Ostatní pasiva (bod 22)	20 741	16 414
Závazky přímo související s aktivy klasifikovanými jako držena k prodeji (bod 13)	-	760
Krátkodobé závazky celkem	125 392	101 071
PASIVA CELKEM	598 107	544 375

Zdroj: (ČEZ₄, 2013).

SKUPINA ČEZ

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

V SOULADU S IFRS K 31. 12. 2011

(v mil. Kč)

	2011	2010 (upraveno*)
Provozní výnosy		
Tržby z prodeje elektrické energie	181 743	175 277
Výnosy a náklady z derivátových obchodů s elektrickou energií, uhlím a plynem, netto	5 843	5 392
Tržby z prodeje plynu, uhlí a tepla a ostatní výnosy	22 125	18 179
Výnosy celkem (bod 23)	209 711	198 848
Provozní náklady		
Palivo	-17 145	-16 946
Nákup energie a související služby	-65 865	-54 353
Opravy a údržba	-5 014	5 435
Úrpsy	-25 770	-24 090
Osobní náklady (hrd 24)	-18 105	-18 717
Material	-5 478	-4 844
Emise povolenky, netto (bod 10)	2 806	2 148
Ostatní provozní náklady (bod 25)	-10 707	-11 020
Náklady celkem	-148 219	-134 030
Zisk před zdaněním a ostatními náklady a výnosy	61 542	64 738
Ostatní náklady a výnosy		
Nákladové úroky z dluhů (bod 2.6)	-4 954	-3 434
Nákladové úroky z rezervních a ostatních rezerv (body 2.24, 18 a 19)	-2 002	-2 014
Výnosové úroky (bod 26)	1 836	2 022
Kurzové zisky a ztráty, netto	-566	-2 943
Ztráta z prodeje dceřiných, přidružených a společných podniků	-	-121
Snižování hodnoty goodwillu (bod 5)	-292	2 826
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto (bod 27)	69	3 111
Zisk/ztráta z cenných papírů v akvizici (hrd 2.2)	-3 680	147
Ostatní náklady a výnosy celkem	-9 590	-6 108
Zisk před zdaněním	51 952	58 630
Daň z příjmů (bod 28)	-11 198	-11 739
Zisk po zdanění	40 753	46 891
Zisk po zdanění přiřaditelný na		
Podily akcionářů mateřského podniku	40 753	47 051
Nekontrolní podily	-3	-110
Čistý zisk na akcii přiřaditelný na podily akcionářů mateřského podniku (Kč na akcii) (bod 31)		
Základní	76,3	88,1
Zředěný	76,3	88,1
Průměrný počet vydaných akcií (v tis. ks) (body 14 a 31)		
Základní	534 041	533 811
Zředěný	534 054	533 849

Zdroj: (ČEZ₄, 2013).

SKUPINA ČEZ KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O ÚPLNÉM VÝSLEDKU V SOULADU S IFRS K 31. 12. 2011

(v mil. Kč)

	2011	2010 (upraveno*)
Zisk po zdanění	40 753	46 041
Ostatní úplný výsledek		
Změna reálné hodnoty finančních nástrojů zejménou peněžní toky účtované do vlastního kapitálu	-7 030	9 156
Udčtování zajištění peněžních toků z vlastního kapitálu	-2 343	-2 762
Změna reálné hodnoty realizovatelných cenných papírů účtované do vlastního kapitálu	54	393
Odučtování realizovatelných cenných papírů z vlastního kapitálu	-33	-29
Rozdíly z kurzových přeúčtů	-330	-3 860
Podíl na změnách vlastního kapitálu přidružených a společných podniků	1	5
Odkučená daň z příjmů související s ostatním úplným výsledkem (bod 26)	1 828	-1 285
Ostatní úplný výsledek po zdanění	-8 153	1 617
Úplný výsledek po zdanění celkem	32 600	48 553
Úplný výsledek celkem přiřaditelný na		
Podíly akcionářů mateřského podniku	32 487	48 984
Nekontrolní podíly	113	-426

SKUPINA ČEZ KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZMĚN VLASTNÍHO KAPITÁLU V SOULADU S IFRS K 31. 12. 2011

(v mil. Kč)

	Podíl přiřaditelný akcionářům mateřského podniku								Nekontrolní podíly	Vlastní kapitál celkem
	Základní kapitál	Vlastní akcie	Rozdíly z kurzových přeúčtů	Zajištění peněžních toků	Realizovatelné cenné papíry a ostatní rezervy	Nerozdělené zisky	Celkem			
Stav k 31. 12. 2009	55 799	-5 151	-8 640	-2 168	600	150 021	200 361	6 314	206 675	
Zisk po zdanění	-	-	-	-	-	47 051	47 051	-110	46 941	
Ostatní úplný výsledek	-	-	-3 544	5 177	295	5	1 933	-316	1 617	
Úplný výsledek celkem	-	-	3 544	6 177	295	47 056	48 084	426	48 553	
Transakční náklady související s podnikovými kombinacemi	-	-	-	-	-	-211	-211	-	-211	
Dividendy	-	-	-	-	-	-28 256	-28 256	-549	-28 805	
Prodej vlastních akcií	-	532	-	-	-	-194	338	-	338	
Opční práva na nákup akcií	-	-	-	-	100	-	100	-	100	
Provod uplatňovacích a zaniklých opčních práv v rámci vlastního kapitálu	-	-	-	-	-97	97	-	-	-	
Akvizice dceřiných podniků (bod 6)	-	-	-	-	-	-	-	866	866	
Akvizice nekontrolních podílů (bod 6)	-	-	-	-	-	115	115	-584	-469	
Stav k 31. 12. 2010 (upraveno *)	55 799	-4 619	-10 163	3 009	907	178 528	221 431	5 621	227 052	
Zisk po zdanění	-	-	-	-	-	40 756	40 756	-3	40 753	
Ostatní úplný výsledek	-	-	464	7 836	19	1	8 260	116	8 163	
Úplný výsledek celkem	-	-	-404	-7 835	19	40 757	42 487	113	32 600	
Dividendy	-	-	-	-	-	-26 674	-26 674	-4	-26 678	
Prodej vlastních akcií	-	207	-	-	-	-60	169	-	169	
Opční práva na nákup akcií	-	-	-	-	73	-	73	-	73	
Provod uplatňovacích a zaniklých opčních práv v rámci vlastního kapitálu	-	-	-	-	-49	49	-	-	-	
Přijaté kapitálové vklady – nekontrolní podíly	-	-	-	-	-	-	-	43	43	
Akvizice dceřiných podniků (bod 6)	-	-	-	-	-	-	-	430	430	
Akvizice nekontrolních podílů (bod 6)	-	-	-	-	-	-143	-143	-712	-855	
Opce na nákup nekontrolních podílů	-	-	-	-	-	-630	-630	-126	-756	
Stav k 31. 12. 2011	55 799	-4 302	-10 647	-4 026	950	191 819	226 713	5 365	232 073	

Zdroj: (ČEZ4, 2013).

SKUPINA ČEZ

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O PENĚŽNÍCH TOCÍCH

V SOULADU S IFRS K 31. 12. 2011

(v mil. Kč)

	2011	2010 (upraveno*)
PROVOZNÍ ČINNOST		
Zisk před zdaněním	51 952	56 680
Úpravy o nepoplatňnou operac		
Odpisy	20 098	20 924
Amortizace jaderného paliva	3 225	3 705
Zisk z prodeje stálých aktiv, netto	-198	-89
Kurzové zisky a ztráty, netto	566	2 943
Nakladové a výnosové úroky, přijaté dividendy	2 336	1 079
Změna stavu rezervy na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva	-63	-1 291
Upravné položky k tržebním, ostatní rezervy a ostatní úpravy	1 005	528
Zisky/ztráty z cenných papírů v ohlivaenci	3 680	-147
Změna stavu aktiv a pasiv		
Pohledávky	-15 999	555
Zásoby materiálu	-423	-451
Zásoby fosilních paliv	-846	1 101
Ostatní ohlášna aktiva	-17 480	11 995
Obchodní a jiné závazky	18 360	16 264
Ostatní pasiva	1 104	-201
Peněžní prostředky vytvořené provozní činností	73 385	90 077
Zaplacená daň z příjmů	6 016	11 044
Placené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-4 357	-2 618
Přijaté úroky	878	1 268
Přijaté dividendy	785	382
Čistý poněžní tok z provozní činnosti	61 773	77 166
INVESTIČNÍ ČINNOST		
Portování doceiných, přidružených a společných podniků, bez nakoupených peněžních prostředků (bod 6)	-927	-7 962
Příjmy/vratky z prodeje doceiných a přidružených podniků, bez prodaných peněžních prostředků	-	-16
Nakoupení stálých cenných papírů, vč. kapitalizovaných úroků	-53 294	-63 016
Příjmy z prodeje stálých aktiv	1 752	1 979
Poskytnuté půjčky	-778	-856
Splátky poskytnutých půjček	1 809	5 808
Změna stavu finančních aktiv s omezenou disponibilitou	-1 297	-1 519
Peněžní prostředky použité na investiční činnost	-52 876	-65 584
FINANČNÍ ČINNOST		
Čerpaní úvěrů a půjček	101 624	192 561
Splátky úvěrů a půjček	-83 530	-179 218
Přirůstky ostatních dlouhodobých závazků	116	97
Úhrady ostatních dlouhodobých závazků	187	676
Dividendy zaplacené akcionářům společnosti	-20 055	-26 234
Zaplacené dividendy / Přijaté kapitálové vklady – nekontrolní podily, netto	38	-549
Prodej vlastních akci	169	337
Čistý poněžní tok z finanční činnosti	8 419	16 602
Vliv kurzových rozdílů na výši peněžních prostředků	-602	-530
Čistý úbytek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-124	-4 541
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku období	22 186	26 727
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty ke konci období (bod 3)	22 062	22 186
Dodatečné informace k výkazu o poněžních tocích		
Celkové zaplacené úroky	7 111	5 321

Zdroj: (ČEZ4, 2013).