

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Diplomová práce

Fundamentální akciová analýza zvoleného titulu

Bc. Zdeněk Samec

© 2017 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zdeněk Samec

Veřejná správa a regionální rozvoj

Název práce

Fundamentální akciová analýza zvoleného titulu

Název anglicky

Fundamental Analysis of a Selected Stock Title

Cíle práce

Cílem diplomové práce bude na základě fundamentální analýzy specifikovat a vyhodnotit význam diskontních modelů se zaměřením na odhad vnitřní hodnoty akcií společnosti ČEZ, a.s. Dílčím cílem bude analýza makroekonomických indikátorů, které mají vliv na tržní vývoj ceny akcií společnosti ČEZ, a.s. Cílem literární rešerše bude charakteristika akcií a charakteristika postupu při fundamentální akciové analýze.

Metodika

Teoretická část práce bude zpracována metodou komparace poznatků z literatury a ostatních citovaných zdrojů.

Praktická část bude zpracována pomocí fundamentální akciové analýzy. U zvoleného titulu bude provedena globální analýza, odvětvová analýza a analýza konkrétní akciové společnosti. Podle zvoleného modelu bude proveden odhad vnitřní hodnoty akcie a porovnán s aktuální tržní cenou akcie.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

Akcie, analýza, model, jmenovitá hodnota, vnitřní hodnota, kurz, vnitřní hodnota, tržní cena.

Doporučené zdroje informací

- BREALEY, Richard A., Steward C. MYERS a Franklin ALLEN. Teorie a praxe firemních financí. 2. aktualizované vydání. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.
- MUSÍLEK, Petr, 2011. Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.
- NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ, 2007. Mezinárodní kapitálové trhy zdroj financování. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. Finanční trhy a instituce. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- Ostatní literatura bude upřesněna v průběhu zpracování diplomové práce.
- SIEGEL, Jeremy. Investice do akcií: běh na dlouhou trať. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011. Investice. ISBN 978-80-247-3860-4.
- VALACH, Josef, Jaroslava DURČÁKOVÁ, Petr CHOULÍK a Petra OCELÁKOVÁ, 2010. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přepracované vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.
- VESELÁ, Jitka, 2007. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, a. s., 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-6.

Předběžný termín obhajoby

2016/17 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Daniela Pfeiferová

Garantující pracoviště

Katedra obchodu a financí

Elektronicky schváleno dne 14. 10. 2015

Ing. Helena Čermáková, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2015

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 31. 03. 2017

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci " Fundamentální akciová analýza zvoleného titulu" 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 použitých zdrojů 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 31.3.2017

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval paní Ing. Daniele Pfeiferové za odborné vedení a pomoc při vypracování této diplomové práce.

Fundamentální akciová analýza zvoleného titulu

Souhrn:

Tato práce se zabývá problematikou fundamentální analýzy a odhadu vnitřní hodnoty organizace. V současné době existují desítky různých možností pro zhodnocení vnitřní hodnoty akcie. Jejich základním problémem je skutečnost, že jsou jejich výsledky subjektivní a vytváří se na základě odhadů. Z tohoto důvodu je vhodné vyhledat, co největší množství informací a posuzovat je jako komplex údajů. Při realizaci investic mají diskontní modely svoje místo, ale nelze tento význam přeceňovat. Na daný akciový titul (tedy organizaci) je nutné vždy pohlížet jako na komplexní organizaci, která podniká ve složitém prostředí (odvětví, globální prostředí).

Klíčová slova: Akcie, fundamentální analýza, model, jmenovitá hodnota, kurz, vnitřní hodnota, tržní cena.

Fundamental Analysis of a Selected Stock Title

Summary

This work deals with fundamental analysis and estimate the intrinsic value of the organization. Currently, there are dozens of different options for evaluation of the intrinsic value of shares. Elementary problem thereof is that their results are subjective and are based on the estimates. For this reason, it is advisable to seek the largest possible variety of information and consider them as complex data. Investment discount models have their place in investing, but you can not overestimate their importance. Respective shares (i.e. the organization) must always be viewed as a complex organization that operates in a complex environment (industry, global environment).

Keywords: Share, fundamental analysis, model, nominal value, intrinsic value, rate, market price

Obsah

1. Úvod.....	9
2. Cíl práce a metodika.....	11
2.1. Cíl práce a vědecké hypotézy	11
2.2. Metodika.....	11
3. Teoretická východiska.....	13
3.1. Charakteristika akcií	13
3.2. Fundamentální analýza	20
3.3. Diskontní modely	28
3.4. Vnitřní hodnota akcie	32
4. Vlastní práce.....	36
4.1. Globální fundamentální analýza	36
4.1.1. Analýza makroekonomických indikátorů ovlivňujících ceny akcií ČEZ, a. s. ..	36
4.2. Odvětvová fundamentální analýza	41
4.3. Podniková fundamentální analýza.....	49
4.3.1. Finanční analýza.....	52
4.3.2. Analýza poměrových ukazatelů	59
4.3.3. Kvalitativní analýza.....	63
4.4. Odhad vnitřní hodnoty akcií společnosti ČEZ, a. s	66
4.4.1. Dividendový diskontní model	70
4.4.2. Diskontní model na bázi CF	72
5. Výsledky a diskuze.....	74
5.1. Doporučení či nedoporučení ke koupi	77
6. Závěr.....	81
Seznam použité literatury	83
Seznam obrázků a tabulek.....	88

1. Úvod

Dnešní prostředí nabízí podnikatelským subjektům či jednotlivcům řadu různých příležitostí pro realizaci zisku. Nabídka výdělečných aktivit je nezměrná a velmi široká. Velkou oblibu mají různé investiční aktivity, které umožňují dosažení vysokých výdělků i při nižší počáteční investici, ale samozřejmě při jejich realizaci hrozí i velké riziko v podobě ztráty. Pokud podnikatelský subjekt či osoba realizuje investiční činnost, tak musí svoje kroky realizovat na základě určitých prognóz, odhadů, které se stávají předmětem analytické činnosti. Bez realizace různých analýz se v dnešní době neobejde téměř žádný investor. Právě analýzy přinášejí možnost rozebrat určitý problém na dílčí části, odhalit vzájemné souvislosti a v podstatě vytvořit podmínky pro predikci budoucího stavu. Tímto se analýza stává velmi významným nástrojem pro dosažení investičního úspěchu.

To dokládají i příklady z praxe, ve kterých investoři využívají různé analýzy pro zhodnocení potenciálního výnosu investic. Na základě výstupů analýzy pak investují svoje peněžní prostředky a očekávají pozitivní výnosnost. Naopak v případech, kdy investor analýzy nerealizuje, tak zpravidla nedosáhne žádného zisku a svoje investované prostředky přichází. Analýz existují desítky, ale tato práce se zabývá pouze jednou z nich, a to pravděpodobně nejoblíbenější a nejrozšířenější analýzou využívanou při investování do akciových titulů. Jedná se o fundamentální analýzu, která investorům pomáhá zjistit, jestli nejsou akcie daného podniku podhodnocené, či nadhodnocené. U této analýzy je výhodou, že ji mohou realizovat i individuální (anonymní) investoři. I když je samozřejmě pravdou, že k její relevantnější realizaci budou mít vhodnější zdroj institucionální investoři.

Cílem práce je na základě fundamentální analýzy specifikovat a vyhodnotit význam diskontních modelů se zaměřením na odhad vnitřní hodnoty akcií společnosti ČEZ, a. s. Dílčím cílem je analýza makroekonomických indikátorů, které mají vliv na tržní vývoj ceny akcií společnosti ČEZ, a. s. Cílem literární rešerše je charakteristika akcií a charakteristika postupu při fundamentální akciové analýze.

Teoretická část je zpracována metodou komparace poznatků z literatury a ostatních citovaných zdrojů. Tato část práce objasňuje základní pojmy, které souvisí s realizací fundamentální analýzy a souvislostmi této analýzy.

Praktická část je zpracována pomocí fundamentální akciové analýzy. U zvoleného titulu bude provedena globální analýza, odvětvová analýza a analýza konkrétní akciové společnosti.

Podle zvoleného modelu bude proveden odhad vnitřní hodnoty akcie a porovnán s aktuální tržní cenou akcie.

Práce se zabývá akciovým titulem ČEZ, a. s., který se obchoduje na burze v Praze a ve Varšavě. Tento podnik má řadu specifík, a také patří mezi největší a nejvýkonnější v České republice. Investice do akcií této společnosti se může stát zajímavou příležitostí pro zhodnocení finančních prostředků, a to v případě, že tato práce odhalí, že je hodnota akcie ČEZ, a. s. podhodnocená.

2. Cíl práce a metodika

2.1. Cíl práce a vědecké hypotézy

Cílem práce je na základě fundamentální analýzy specifikovat a vyhodnotit význam diskontních modelů se zaměřením na odhad vnitřní hodnoty akcií společnosti ČEZ, a. s. Dílčím cílem je analýza makroekonomických indikátorů, které mají vliv na tržní vývoj ceny akcií společnosti ČEZ, a. s. Cílem literární rešerše je charakteristika akcií a charakteristika postupu při fundamentální akciové analýze.

V rámci zpracování práce došlo k definování těchto hypotéz:

- *H₁: Akcie společnosti ČEZ, a. s. jsou momentálně (k březnu 2017) nadhodnocené.* Tato hypotéza předpokládá, že je hodnota akcií ČEZ, a. s. momentálně nadhodnocená. Předpoklad vychází z toho, že výkonnost společnosti ČEZ, a. s. z pohledu ziskovosti průběžně klesá.
- *H₂: Vnitřní hodnotu akcie lze pouze subjektivně odhadovat.* Tato hypotéza předpokládá, že momentálně neexistuje nástroj či postup, který by zcela objektivně a relevantně stanovil, jestli je akcie nadhodnocená či podhodnocená. Kalkulace je podmíněna implementací subjektivních dojmů do realizované kalkulace.
- *H₃: Poznatky z historického vývoje akciových trhů lze uplatnit i na akcie ČEZ, a. s.* Tato hypotéza předpokládá, že vývoj akcií na trhu má určité historické souvislosti a charakteristiky, které pak lze nalézt i u jednotlivých akciových titulů.

Hypotézy budou potvrzené či vyvrácené v průběhu zpracování práce. Za tímto účelem bude využito různých přístupů a metod, které blíže popisuje metodická část práce.

2.2. Metodika

Za účelem zpracování práce bylo využito několika vědeckých metod. Jejich výběr a podoba je ponejvíce ovlivněna primárním cílem práce.

Za klíčové pro splnění primárního cíle práce lze označit kapitoly teoretická východiska a výsledky a diskuzí.

Přehled literatury byl zpracován prostřednictvím analýzy sekundárních údajů pocházejících z odborné literatury a dalších odborných zdrojů (například vědeckých článků).

V této kapitole jsou zpracované pojmy v podobě charakteristiky akcií, fundamentální analýzy, diskontních modelů a vnitřní hodnoty akce. Jak se prokázalo, tak spolu všechny oblasti velmi úzce souvisí, a tedy mají relevanci při zpracování práce. Poznatky jsou čerpané nejen z odborných zdrojů od tuzemských autorů, ale také z odborných zdrojů od zahraničních odborníků.

Kapitola Výsledky potom představuje výstupy z fundamentální analýzy a definuje způsob a kalkulaci odhadu vnitřní hodnoty akcií společnosti ČEZ, a. s. Nejpodstatnější výstupy z analýzy sekundárních a primárních dat potom shrnuje kapitola Diskuze. Kapitola výsledky má charakter praktické části, kde dochází k představení primárních dat získaných z veřejně dostupných zdrojů (právě k takovým má většina investorů přístup), komparaci dat v širším pohledu a popisu různých makroekonomických indikátorů. Tyto metody jsou použité v rámci realizace globální, odvětvové a podnikové fundamentální analýzy. V závěru kapitoly je realizován odhad vnitřní hodnoty akcie ČEZ, a. s. Tento odhad vychází právě z realizované fundamentální analýzy a z teoretické části, kde jsou představené základní postupy a souvislosti pro kalkulaci vnitřní hodnoty akcie.

3. Teoretická východiska

3.1. Charakteristika akcií

Akciová společnost je podle Zákona o obchodních společnostech a družstvech č. 90/2012 společnost, jejíž základní kapitál je rozložen na určitý počet akcií. K jejímu založení je nutný základní kapitál (minimálně 2 000 000 Kč nebo 80 000 eur). Dále pak schválení stanov, které obsahují firmu a předmět podnikání nebo činnosti, výši základního kapitálu, počet akcií (včetně určení, zda a kolik akcií bude na jméno nebo majitele, či zda budou vydávány jako zaknihované cenné papíry), jestli mají být vydané akcie různých druhů, jejich název či popis práv s nimi spojených, dále stanovy obsahují počty hlasů spojených s jednou akcií nebo údaje o vnitřní struktuře společnosti, či jiné údaje podle zákona (epravo.cz, 2012).

Pro účely práce je ještě důležité vymezit pojmy investice a investor.

Investice jsou podle Synka (2011, str. 282) odloženou spotřebou, kterou vykonávají jednotlivci, domácnosti nebo různé podniky. S investicemi se pojí několik specifíků, které nemají vždy pozitivní charakter. Při investicích se musí brát v úvahu faktor času, vyrovnat se s nejistotou a rizikem.

Musílek (2011, str. 520) rozděluje rizika na systematická a nesystematická, kdy při investicích lze nesystematická rizika snižovat diverzifikací, ale to systematické riziko nelze snížit diverzifikací, protože vznikají na globální úrovni. Například v podobě změn úrokových sazeb, poklesů ekonomické výkonnosti, válek.

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 147) popisují, že existují dva základní typy investic, a to finanční investice a reálné investice. Finanční investice směřují například do akcií, dluhopisů, podílových fondů, drahých kovů, vklady na účtech, poskytnutí úvěru atd.) Reálné investice směřují například do podnikání, nemovitosti, komodit atd. Tato skupina autorů definuje investice jako obětování jisté dnešní hodnoty za účelem dosažení vyšší hodnoty v budoucnosti, kdy je tato spjatá s nejistotou.

Synek (2011, str. 282) pak ještě charakterizuje pojem investice v ekonomické teorii: *„kapitálová aktiva sestávající ze statků, které nejsou určeny pro bezprostřední spotřebu (nazýváme je investiční statky nebo výrobní statky), ale jsou určeny pro užití ve výrobě spotřebních statků nebo dalších kapitálových statků.“*

Investování je podle Havlíčka a Stupavského (2013) proces, v jehož rámci se investor snaží reálně zhodnotit svoje peněžní prostředky prostřednictvím nejrůznějších investičních aktivit.

Smejkal a Rais (2013, str. 330) charakterizují tři základní parametry pro investiční rozhodování, které však mají vzájemně protichůdné tendence, takže je nutné hledat mezi těmito kompromisní řešení. Vzájemné protichůdné tendence znamenají, že zlepšení jednoho parametru má za následek zhoršení jiného parametru. Jedná se o parametry v podobě výnosnosti, rizika a likvidita. Riziko je stupeň nejistoty očekávaných výnosů z investice, který lze vyjádřit pomocí metod teorie pravděpodobnosti a statistiky. Likvidita znamená rychlost přeměny investice zpět v hotové (likvidní) finanční prostředky.

Radová (2011, str. 24) charakterizuje investiční preference, kterým každý investor čelí: *„každý investor preferuje více peněz než méně, každý investor preferuje méně rizika než více, každý investor preferuje stejné množství peněz dnes spíše než zítra. Třetí z uvedených možností je spojena s problematikou časové hodnoty peněz.“*

Rejnuš (2014, str. 167) definuje výnosnost finančních investic jako *„investiční kritérium udávající míru zhodnocení peněžních prostředků vložených do určitého finančního investičního instrumentu (nebo investičního portfolia) za určité časové období.“*

Výnosnost rozřazuje Polách (2012, str. 100-101) do dvou kategorií, a to na očekávanou a požadovanou výnosnost. Očekávaná výnosnost je taková, kterou investor předpokládá dosáhnout z vložených peněžních prostředků. Požadovaná výnosnost je taková, kterou investor požaduje jako kompenzaci za odložení spotřeby a podstupování rizik.

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 147) výnosy z investic rozdělují na běžný a kapitálový výnos. Běžný výnos plyne z držení investičního aktiva, kdy jej získává vlastník aktiva ve formě pravidelně se opakující platby. Běžný výnos je obvykle kladný. Kapitálový výnos potom plyne z obchodování s investičními aktivy a je dán rozdílem mezi prodejní a nákupní cenou.

Investor je podle Havlíčka a Stupavského (2013) fyzická osoba, právnická osoba či subjekt bez právní subjektivity, který nějakým způsobem spravuje vlastní nebo třetími osobami peněžní prostředky.

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 147) tvrdí, že je základní aktivitou každého investora investiční rozhodování.

Podle Gladiše (2015, str. 81) je cílem každého investora minimalizovat riziko ztráty pro případ, že se jeho analýzy ukážou jako chybné.

Revenda (2012, str. 161) tvrdí, že *„profesionální investoři, kteří jsou schopni kvantifikovat vnitřní hodnotu akcie. Snaží se neustále vyhledávat nadhodnocené a podhodnocené tituly a přijímat odpovídající investiční strategie. Tato skupina investorů vytváří reflexní bariéry*

kolem skutečné vnitřní hodnoty, které mají horní a dolní hranici. Tržní kurz pak v reflexní bariéře volně fluktuuje.“

Jsou to právě akciové společnosti, které prostřednictvím upisování (emisí) akcií vytvářejí svůj základní kapitál. Vydání akcií je výhodné pro obě strany, tedy společnost i investory. Akciová společnost tímto získá potřebné peněžní prostředky. Investoři potom svým počtem přispívají k rozložení rizika na více osob (Kislingerová, 2010, str. 210).

Barnes (2016, str. 6) tvrdí, že investor realizuje to klíčové rozhodnutí, ve kterém rozhoduje, jestli investici provede. Pokud má dostatek relevantních, objektivních a účelných informací, tak je jeho rozhodnutí více kompetentní. Naopak realizace rozhodnutí bez relevantních informací a jejich zasazení do širšího konceptu zpravidla výnos nepřinese.

Podle zákona obsahuje akcie: *„označení, že jde o akcii, jednoznačnou identifikaci společnosti, jmenovitou hodnotu, označení formy akcie (ledaže akcie byla vydána jako zaknihovaný cenný papír), a u akcie na jméno jednoznačnou identifikaci akcionáře a údaje o druhu akcie, popřípadě i s odkazem na stanovy. Kmenová akcie nemusí obsahovat údaje o druhu. Kusová akcie musí obsahovat označení kusová akcie (epravo.cz, 2012).“*

Pojem akcie úzce souvisí s akciovými společnostmi, které mají za určitých, zákonem přesně vymezených podmínek možnost nabývat vlastní akce. Na vyspělých kapitálových trzích se takto společnost chová v případě, že hodlá vyplácet dividendy. Akciemi pak společnost ovlivňuje velikost vypláčeného zisku k rozdělení (Kislingerová, 2010, str. 211).

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 241) definují, že výplata dividendy (jako podílu na zisku) závisí na hospodářském výsledku společnosti, a také na rozhodnutí valné hromady. Právě valná hromada rozhoduje, jestli vůbec k výplatě dividendy dojde. Dále pak v jaké výši bude dividenda vyplacena.

Hartman (2013, str. 49) upozorňuje, že častěji investoři a obchodníci obchodují s akciemi kvůli vývoji jejich kurzu na burzách cenných papírů, než kvůli vypláčené dividendě.

Radová (2011, str. 207) popisuje akcie jako cenné papíry představující podíl na základním kapitálu akciové společnosti. Její majitel získává právo podílet se stanovami akciové společnosti a zákonem vymezeným způsobem na řízení společnosti, jejím zisku a při případném zániku společnosti na jejím likvidačním zůstatku (Radová, 2011, str. 207).

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 240-241) charakterizují základní druhy akcií jako akcie, které může akciová společnost emitovat (vydávat). Jedná se o akcie kmenové, přednostní (prioritní) nebo zaměstnanecké.

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 240-241) si všímají, že kmenové akcie poskytují akcionářům tři základní práva. Jedná se o právo:

- Podílet se na zisku společnosti v podobě vyplacených dividend.
- Podílet se na řízení společnosti (každý akcionář má právo být volen na valné hromadě, stejně jako právo volit na valné hromadě).
- Podílet se na případném likvidačním zůstatku společnosti.

Přednostní akcie jsou podle Šoby, Širůčka, Ptáčka (2013, str. 239) spojené s přednostním právem na výplatu dividendy, ale jejich majitel nemá možnost hlasovat na valné hromadě. Výše dividend těchto akcií bývá pevně stanovena.

Kislingerová (2010, str. 219) definuje, že se musí nahlížet odlišně na přednostní a kmenové akcie, a to při zjišťování jejich vnitřní hodnoty.

Zaměstnanecké akcie Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 239) popisují jako akcie určené zaměstnancům akciové společnosti proto, aby byla zajištěna jejich motivace k vyšším výkonům. Tato motivace se pak pravděpodobně projeví dosažením vyššího zisku. Zpravidla jsou ceny těchto akcií „výhodnější“ než se prodávají na kapitálových trzích.

Syrový (2010, str. 81) k tomu udává, že jsou akcie vhodné pro investory, kteří chtějí zhodnocovat peníze v dlouhodobém horizontu, protože právě v takovém nabízejí jednu z nejlepších výnosností (samozřejmě to neplatí automaticky).

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 239) upozorňují, že akcie poskytují dvojí možnost výnosu investorům. Kromě běžného výnosu ve formě dividendy může investor, který akcii zakoupil, profitovat i z nárůstu tržní ceny akcie.

Polách (2012, str. 220) doporučuje investorům k dosažení úspěchu zvolit investici do dlouhodobě růstového odvětví, což je základním prvkem pro úspěšnou investiční strategii na akciových trzích.

Dorsey (2011) k získání výnosů na akciových trzích prostřednictvím investic do akcií doporučuje, aby se investor držel těchto doporučení: podrobná realizace analýzy společnosti, odvětví, makroprostředí. Dá se nalezení vysoce konkurenceschopných organizací, určení vhodného bezpečnostního rozpětí (margin of safety), držení se dlouhodobé strategie, poznání správného okamžiku k prodeji.

Na druhou stranu Siegel (2011, str. 11) upozorňuje, že akcie jsou rizikovou investicí a investorům nic nezaručují. U investorů jsou však akcie oblíbené, protože mají vyšší výnosy, které právě zvýšené riziko kompenzují.

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 239) popisují, že je tržní cena akcie přímo závislá na očekávaných budoucích hospodářských výsledcích akciové společnosti, stejně tak jako očekávaná dividenda. Běžný výnos z akcie (dividenda), tak kapitálový výnos z akcie (růst kurzu akcie) je determinován budoucí ziskovostí akciové společnosti (zvláště ve střednědobém a dlouhodobém horizontu).

Hartman (2013, 59-60 str.) charakterizuje typické situace, které zpravidla vedou k růstu ceny (kurzu) akcií, či k poklesu ceny (kurzu) akcií. Kurz akcie roste v souvislosti s růstem zisku podniku či růstem jeho tržeb, dále v případě, kdy se očekává výplata vyšší dividendy, popř. se podniku podařilo projít úspěšnou restrukturalizací. Dále v případě, kdy se zveřejní nějaká pozitivní informace o podniku, roste produkce v celém odvětví, klesají úrokové sazby, nebo existuje převis poptávky na trhu po akciích. Naopak kurz akcií bude klesat, když poklesne zisk podniku, jeho obrát, hodnota vyplácené dividendy. V některých případech může dojít i ke vzniku mimořádných situací (například zásahu vyšší moci – nehod, požárů atd.) Svůj vliv má na pokles i zveřejnění negativních informací o podniku, vznik významných politických problémů, zvýšení úrokových sazeb a převis nabídky na trhu.

Šoba, Širůček, Ptáček (2013, str. 242) si ještě všímají, že akcie mohou, být emitované v několika základních podobách, od zaknihovaných (dematerializované a registrované pouze jako záznam v paměti počítače), listinných (klasické cenné papíry se všemi náležitostmi), až po imobilizované (uložené v depozitu, u kterých bankovní instituce registruje změny vlastníků).

Hartman (2013, str. 56) představuje pojem burza cenných papírů, kde si mohou investoři akcie zakoupit, a dále s těmito volně obchodovat. Podniky vstupují na burzu z několika důvodů. Může se jednat o snahu zvýšení kapitálu bez nutnosti platit úroky za úvěr, dále pak zvýšení důvěryhodnosti, prestiže, transparentnosti, či optimalizace kapitálové struktury (poměru dluhu a vlastního kapitálu). Dalším záměrem může být i snaha o získání publicity a zájmu médií. Dále tento autor dodává, že je bezpečnější investovat do společností, které už mají na burze určitou historii.

Historický vývoj akciových trhů

Historický vývoj akciových trhů lze podle Gladiše (2005, str. 18-21) demonstrovat na historickém vývoji indexu S&P 500, který je indexem amerických akcií a používá se už od roku 1870. Z grafu vývoje pak lze sledovat určité charakteristiky, které souvisí s akciemi jako takovými. Jedná se například o dlouhodobě rostoucí trend vývoje. Od roku 1897 vzrostla

hodnota indexu tři sta sedmnáctkrát (z hodnoty 3,5 na hodnotu 1 111). Průměrný dividendový výnos byl od roku 1870 na úrovni 4,6 %. Z grafu je však patrné, že k tomuto růstu nedochází průběžně, ani rovnoměrně. Naopak období růstu se střídají s obdobími poklesu – například pokles z roku 1929 se podařilo vyrovnat až za 25 let. Třetím poznatkem jsou pak nepravidelnosti pohybu indexy. Růsty a poklesy mají různou délku v čase. Na základě těchto poznatků lze konstatovat, že je pohyb indexu v krátkém období velmi nepravidelný a nepředvídatelný (Gladiš, 2005, str. 18-21).



Obrázek 1 Vývoj akciového trhu v USA na příkladu indexu S&P 500,

Zdroj: Gladiš, 2005, str. 19

Z vývoje vyplývá, že akciový trh dlouhodobě poskytuje atraktivní výnosy, ale zároveň existuje i vysoké riziko jeho nenadálého poklesu. Vhodné je nakupovat jednotlivé akcie, jejichž hodnota je snadno předvídatelná a vyčíslitelná, než nákup celého trhu. Pro investora je snadnější pochopit akciové tituly jednotlivých společností, než celé trhy. Investicí do jednotlivých akcií pak lze ještě navíc uplatnit principy Margin of safety a diverzifikace (Gladiš, 2005, str. 20).

Princip Margin of safety

Gladiš (2015, str. 81) překládá pojem tento pojem jako bezpečnostní polštář a považuje tento za absolutně nezbytnou součást všech inteligentních investic. Výnos každého investora se vytváří prostřednictvím růstu hodnoty organizace a zmenšením rozdílu mezi cenou a hodnotou. Faktory pak působí s postupem času ve prospěch investora. Počáteční rozdíl při nákupu mezi cenou a hodnotou představuje bezpečnostní polštář. Čím větší je, tím větší je očekávaný výnos a současně tím větší je obrana proti negativnímu vývoji.

Diverzifikace

Kohout (2013, str. 47) přiřazuje diverzifikaci mezi základní investiční pravidla. Tato činnost znamená, že dochází k rozproštění portfolia mezi více typů investic a více cenných papírů. Nedostatečná diverzifikace má podobu přílišného soustředění na jeden titul nebo na jednu třídu investic, a takový přístup může vést k velkým problémům, a to i při investici do velmi kvalitních cenných papírů.

Gladiš (2005, str. 28) popisuje nevhodné chování investorů v tom smyslu, že často nerozlišují mezi obsahem pojmů dobrá společnost a dobrá investice. Některé společnosti jsou velmi úspěšné, a tedy je investoři automaticky považují i za dobrou možnost pro investici. Nicméně jejich akcie nemusí být právě dobrou investicí. Závisí to pouze na tom, jaká je jejich cena ve srovnání s jejich vnitřní hodnotou. Efektivní investor se nesmí nechat unést lákavými fakty o společnosti, ale skutečně zhodnotit, jestli bude investice přínosná. Řadové společnosti mohou mít akcie, které budou skvělou investicí. Mezi dobrou společností a dobrou investicí nepanuje přímá úměra (Gladiš, 2005, str. 28).

Barnes (2016, str. 9-10) upozorňuje na negativní jev, který se na akciových trzích objevuje, a to zneužití informací v obchodním styku. Toto vzniká v případě, kdy investor využije citlivé informace (například interní informace podniku) k získání vlastního prospěchu a poškodí ostatní investory, kteří přístup k takovým informacím nemají.

Vochozka (2011, str. 38) doporučuje pro komplexní zhodnocení a posouzení finanční výkonnosti akciových společností realizovat buď fundamentální, nebo technickou analýzu – podle preferencí a podmínek analytika.

Tato práce se blíže zaměří na problematiku realizaci fundamentální analýzy.

3.2. **Fundamentální analýza**

Sojka a Dostál (2008, str. 12) popisují jako cíl fundamentální analýzy stanovení vnitřní hodnoty akcie. To znamená cenu, která by se na trhu ustanovila při shodě nabídky s poptávkou. Podrobněji se autoři zamýšlejí nad tím, jaká by to měla být cena? *„Kupující akcie očekává od koupě výplatu dividend (dividendový výnos) a kapitálový výnos, když v jím stanoveném časovém horizontu prodá akcii za vyšší cenu, než za jakou ji koupil (může ji ovšem prodat i se ztrátou). Jedná se tedy o budoucí výnosy – zisky. Jenomže peníze – zisky mají cenu v daném čase. Peníze zítra nejsou tytéž peníze, co dnes. Musíme tedy porovnat naši dnešní investici – koupi akcie s budoucími výnosy z této akcie a přitom použít diskontní faktor, kterým srovnáme dnešní peníze s budoucími penězi.“* (Sojka a Dostál, 2008, str. 12).

Polách (2012, str. 217) k tomu dodává, že se fundamentální analýza neprovádí pouze za účelem predikce ceny akcií, ale také za účelem zjištění rizika investice, ocenění managementu nebo k jiným vnitropodnikovým rozhodnutím.

Palat (2016) zmiňuje, že fundamentální analýza nestojí na dohaděch, ale je určena pro investory, kteří opravdu chtějí prostudovat a analyzovat podnik a rozhodovat se na základě, co nejkvalitnějšího souboru dat. Přitom autor nevidí rozdíl v tom, jestli je investorem vrcholový manažer, žena v domácnosti, individuální investor, student nebo někdo jiný. Fundamentální analýza je vhodná pro každého investora.

Podle Čizinské a Mariniče (2010, str. 161) je fundamentální analýza *„zaměřená na hodnocení vnitřního a vnějšího ekonomického prostředí podniku v právě probíhající fázi životnosti a s ohledem na základní cíl podniku. Jejím základním úkolem je identifikace tržní pozice a tržního potenciálu podniku v rámci hospodářské soutěže v konkrétním makro a mikroekonomickém prostředí. Výstupem fundamentální analýzy je především: definice a charakteristika trhu, na kterém konkrétní podnik působí, identifikace slabých a silných stránek, hrozeb a příležitostí, analýza produktu z hlediska tržního potenciálu, růstového potenciálu a životního cyklu produktu, identifikace konkurenceschopnosti, konkurenční výhody a tržního rizika.“*

S tím souhlasí i Kislingerová (2010, str. 213), která dále tvrdí, že fundamentální analýza hledá odpovědi na základní otázky, na které si má odpovědět každý rozumně uvažující investor:

- Je podnik, do jehož akcií bude směřována investice, skutečně dobrým podnikem?
- Jak se pozná dobrý podnik?

Vochozka (2011, str. 37) pak uvádí, že fundamentální analýza spočívá v hledání vhodných akcií pro nákup na akciovém trhu a je nástrojem pro oceňování akcií. Cílem její realizace je

dosazení kapitálového zisku. Toho se má podařit dosáhnout v případě, kdy je cena nakupované akcie podhodnocena a v budoucnosti bude růst.

Polách (2012, str. 217) tvrdí, že fundamentální analýza obsahuje ocenění výsledků podniku, jeho zdraví, řízení konkurenčních výhod, tržních příležitostí a konkurenční postavení.

Čížek (2012, str. 77) upozorňuje, že fundamentální analýza nemá nevýhodu pouze v tom, že je do značné míry subjektivní, ale také v tom, že se může připravovat několik týdnů, a tedy v době dokončení, už neodpovídá aktuální tržní situaci.

Podle Palata (2016) se tržní prostředí neustále proměňuje a investor musí mít tuto skutečnost na paměti, když fundamentální analýzu realizuje. I po investování do akcií musí neustále docházet k monitoringu situace a vyhodnocování pravděpodobného vývoje ceny akcie.

Za základní součásti fundamentální analýzy považují Sojka a Dostál (2008, str. 12) analýzu globální, analýzu odvětví a analýzu firmy (realizované v tomto pořadí). V dnešní době jsou podniky propojené materiálovými a finančními vazbami do jednoho celku, proto je vhodné zmíněnou analýzu dělat v těchto oblastech. Výstupem fundamentální analýzy je potom zjištění, jestli je tržní cena akcie nadhodnocena či podhodnocena (při komparaci s vnitřní hodnotou akcie). Pokud je cena nadhodnocena, tak není doporučeno akcií kupovat. Pokud je cena podhodnocena, tak je to signálem k nákupu.

Zdroje informací pro realizaci fundamentální analýzy lze podle Jílka (2013, str. 341) nalézt v různých hospodářských informacích, zprávách, v publikovaných ukazatelích, sděleních, či prohlášeních. Pak je samozřejmě nutné zvažovat, které údaje jsou relevantní a mají informační hodnotu.

K tomu se podrobněji vyjadřuje Polách (2012, str. 234): „*fundamentální data jsou všechna ve slovech, zprávách, analýzách, doporučeních, tipech. Pro využití fundamentálních zpráv a údajů z trhů existuje nepřehledné množství zdrojů. Tisk, televize, specializované finanční portály, zpravodajství analytiků více či méně renomovaných firem... Často zprávy z trhů nebo následné analýzy poměrně objektivně zdůvodňují cenové pohyby aktiv a situaci na akciových, komoditních a měnových trzích. Je však zcela běžné, že z deseti tipů na cenový vývoj konkrétního aktiva, např. akcie, je polovina pro růst, část pro pokles, jiní analytici doporučují zdrženlivost.*“

Štýbr (2011, str. 95) upozorňuje, že je nutné ke všem zprávám přistupovat objektivně a hodnotit je ze širšího a komplexního pohledu. Důležitý je jejich čas a obsah. Čím dříve je informace získána, tím dříve se lze připravit na její dopady. Obsah informace pak musí být vyhodnocen na základě zkušeností a znalostí pro posouzení dané situace.

Pro realizaci fundamentální analýzy při investování může hovořit i skutečnost, že je oblíbená u nejuznávanějších a nejúspěšnějších investorů na světě. Například aktivně tuto analýzu využívá Warren Buffet, Benjamin Graham, Bernard Baruch apod. (Palat, 2016).

Podle Čizinské a Mariniče (2010, str. 161) se při fundamentální analýze využívá například nástrojů v podobě SWOT analýzy, PEST analýzy, metody kritických faktorů úspěšnosti, portfolio analýzy, analýzy hodnoty pro zákazníka atd.

Štýbr (2011, str. 110) definuje základní varianty výstupů z fundamentální analýzy, na jejichž základě se realizuje investiční doporučení. V případě, že je vnitřní hodnota akcie vyšší než tržní cena akcie, tak je akcie podhodnocená. Investičním doporučením je potom nákup (akcie je nyní levná, a proto se doporučuje její nákup, protože jelikož v budoucnosti kurz akcie poroste). Pokud je vnitřní hodnota menší než tržní cena akcie, tak je akcie nadhodnocená, a tedy je příliš drahá. Z tohoto důvodu se doporučuje prodej, protože prodejem se sníží poptávka a akciový kurz v budoucnosti poklesne. Posledním doporučením je vyčkat (držet), kdy se vnitřní hodnota akcie rovná tržní ceně akcie, takže je výnos rovnovážný.

Globální fundamentální analýza

Podle Polácha (2012, str. 216) se globální fundamentální analýza orientuje na prognózu vývoje akciového trhu jako celku. Cílem její realizace je odhad budoucích makroekonomických ukazatelů a jejich vliv na akciové kurzy. Důraz je klade na prozkoumání krátkodobých a dlouhodobých vlivů ekonomických ukazatelů na ceny akcií (inflace, hospodářský růst, úrokové sazby).

Štýbr (2011, str. 101) dodává, že v globálním prostředí souvisí všechno se vším a existuje celá řada faktorů, kterou lze využít pro fundamentální analýzu. Jejich vývoj v dlouhém horizontu nelze spolehlivě předvídat.

Polách (2012, str. 216-219) ke globální fundamentální analýze zařazuje, resp. k prvkům, které se v jejím rámci mohou sledovat, přiřazuje změny úrokových sazeb na kapitálovém trhu, hrubý domácí produkt, fiskální politiku, monetární politiku, inflace, mezinárodní pohyb kapitálu, politické a ekonomické výkyvy.

Hrubý domácí produkt definuje Hrbková (2015, str. 60) jako „peněžní hodnotu všech finálních statků a služeb, vyprodukovaných za určité období (například za rok) na území určitého státu domácími i zahraničními výrobci...Hrubý domácí produkt charakterizuje celkový výstup ekonomiky. Neurčujeme ho však jako sumu všech statků a služeb, ale pouze jako součet finálních statků a služeb, tj. těch, které slouží ke konečné spotřebě.“

Monetární politika je podle Jurečky (2013, str. 166-168) oblastí ekonomické politiky, která se snaží o dosažení ekonomicko-politických cílů, a to prostřednictvím důrazu na monetární veličiny – především nabídku peněz a výši úrokové míry. Primárním cílem monetární politiky je stabilita cenové hladiny.

Fiskální politiku pak Jurečka (2013, str. 188) považuje za využívání nástrojů v podobě výdajů ze státního rozpočtu, daní, cel, pravidel amortizace atd. Účelem tohoto jednání je ovlivnění ekonomických procesů, změny ve výdajích státního rozpočtu a v daních, aby byla ekonomika v rovnováze a byl podpořen její růst.

Inflace podle Hrbkové (2015, str. 53) vyjadřuje zvýšení celkové cenové hladiny. Naopak pokles cenové hladiny se nazývá deflace. Zvýšení celkové cenové hladiny vede k tomu, že se snižuje kupní síla peněžní jednotky, takže za stejnou sumu peněz lze koupit menší množství zboží.

Mezinárodní pohyb kapitálu charakterizují Neumann, Žamberský, Jiránková (2010, str. 51) jako typickou formu mezinárodních ekonomických vztahů. Jedná se o různé transakce s akciemi, dluhopisy, ale také přímé investice, či splácení a poskytování úvěrového financování.

Politické a ekonomické výkyvy podle Polácha (2012, str. 218) ovlivňují výrazně ekonomiku, a to včetně akciových trhů. Zejména destabilizace ekonomické a celospolečenské situace má silně negativní vliv a může způsobit i dlouhodobou recesi.

Odvětvová fundamentální analýza

Podle Polácha (2012, str. 219-220) odvětvová fundamentální analýza prognózuje vývoj v jednotlivých odvětvích a analyzuje rozdílné charakteristiky. V každém odvětví existuje specifická nákladová stránka výroby, míra zisku, exportní schopnosti, inovační a technologická očekávání a jejich vliv na akciové kurzy. Podle zmíněného autora je argumentem pro realizaci odvětvové analýzy skutečnost, že odvětví nejsou stejně citlivá na celkový vývoj ekonomiky, mají odlišnou ziskovost, podléhají různé regulaci, reagují rozdílně na hospodářský cyklus apod.

Štýbr (2011, str. 108) si všímá podrobněji pojmu regulace v daném odvětví. Je to právě regulace, která může výrazně (a většinou negativně) ovlivnit hodnotu akciového kurzu. Regulace se projevuje legislativními nařízeními, která na jednu stranu mohou pomáhat rozvoji podnikání, ale také rozvoji zamezovat. S porušením regulace pak souvisí i riziko udělení sankcí, tedy vzniku škod.

Konkrétněji tento autor rozepisuje, že *„regulace daného odvětví může mít dalekosáhlejší dopady na akciový kurz, než se na první pohled zdá. Určitě bychom našli mnoho příkladů z každodenního života, kdy nám legislativa může pomoci, ale naopak i bránit v určitém vývoji. Některé firmy jsou regulatorním orgánem upřednostňovány, což má za následek pozitivní vývoj kurzu daného instrumentu, ale na druhé straně mohou být také sankcionovány.“*

Podle Rejnuše (2014, str. 246) může vládní regulace významně ovlivňovat odvětví, a tedy i organizaci. Vládní regulace může směřovat do oblasti určení tzv. maximálních cen, dále pak omezovat vstup do odvětví, či realizovat dotace a subvence. Negativní vlivy vyvolávají různé nařízení například spojené s ochranou životního prostředí.

Polách (2012, str. 220) uvádí členění odvětví podle jejich citlivosti na hospodářský cyklus. Jednotlivá odvětví jsou cyklického charakteru, neutrálního charakteru a anticyklického charakteru. Cyklická odvětví dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v období expanze, ale v období recese jsou na tom hůře. Odvětví neutrálního charakteru nejsou ovlivněna hospodářským cyklem, protože zpravidla produkují nezbytné statky, jejichž koupi nelze odložit na pozdější dobu. Anticyklická odvětví jsou inverzní s hospodářským cyklem, takže vykazují velmi dobré hospodářské výsledky v období recese.

Tržní struktura odvětví může být podle Rejnuše (2014, str. 246) monopolní, oligopolní či konkurenční. Je tedy nutné sledovat, jak jsou v jednotlivých odvětvích silné konkurenční síly. To pak má značný význam při prognóze tržeb a dalších hospodářských výsledků.

Hrbková (2015, str. 33-35) jednotlivé pojmy blíže popisuje. Monopol znamená, že v odvětví působí pouze jediná organizace, která tak vytváří celou tržní nabídku. Na oligopolním trhu působí jen několik podniků a minimálně některé z nich mohou ovlivňovat tržní cenu. Konkurenční struktura pak znamená, že existuje velký počet prodávajících na trhu a neexistencí bariér pro vstup dalších podniků do odvětví.

V analytické části práce je zkoumána společnost, která operuje na oligopolním trhu. Z tohoto důvodu se lze problematice oligopolu věnovat podrobněji. Charakteristikou trhu podle Kotlera a Kellera (2007, str. 382) je, že *„menší počet (obvykle) větších firem vyrábí výrobky v rozsahu od vysoce diferencovaných až k standardizovaným. Čistý oligopol sestává z několika málo společností, které produkují v podstatě stejnou komoditu (ropu, ocel). Takové společnosti si sotva budou moci účtovat cokoliv jiného než aktuální tržní cenu. Shodují-li se konkurenti v ceně a službách, pak jediný způsob, jak získat konkurenční výhodu, jsou nižší náklady. Diferencovaný oligopol sestává z několika společností produkujících výrobky (automobily, fotoaparáty) částečně diferencované kvalitou, prvky, stylem nebo službami. Každý konkurent*

se může pokoušet získat vedení v některém z těchto hlavních atributů, přitáhnout zákazníky, jimž se tento atribut líbí a účtovat za tento atribut vyšší cenu. “

Fundamentální analýza jednotlivých společností

Podle Polácha (2012, str. 221-224) lze fundamentální analýzu jednotlivých společností rozdělit na činnosti: stanovení, zda je akcie nadhodnocena, podhodnocena, či oceněna správně. Dále pak se realizuje kvantitativní analýza (finanční analýza) a kvalitativní analýza.

Štýbr (2011, str. 109) tvrdí, že až 30 % pohybu akciového kurzu je způsobeno právě faktory v podnikovém prostředí, které se snaží firemní fundamentální analýza vysvětlit.

Podle Revendy (2012, str. 153) pak nejvýznamněji cenu akcie ovlivňují faktory globálního prostředí. Odvětvové vlivy pak ovlivňují cenu akcie v průměru z 13 %. V souhrnu s globálními vlivy to činí přibližně dvoutřetinový vliv na kolísavost kurzu. I když někteří odborníci tato čísla zpochybňují, tak je zřejmé, že mají odvětvové a globální faktory velký vliv na akciové kurzy, a tedy musí být zvažované při realizaci fundamentální akciové analýzy.

Finanční analýza jako součást fundamentální analýzy

Polách (2012, str. 229) popisuje, že je často finanční analýza považována za celou fundamentální analýzu, ale přitom je pouze jednou z metod fundamentální analýzy. Jejím přínosem je zhodnocení úrovně finančního řízení podniku a dodává i podklady pro rozhodování investorů – každý by si měl před konečným rozhodnutím o nákupu cenného papíru provést finanční analýzu.

Krantz (2016) poukazuje na možnost zkoumání využití veřejně dostupných dokumentů pro realizaci finanční analýzy, ale vlastně i celé fundamentální analýzy. Pro řadu investorů je finanční analýza první aktivitou, kterou v rámci fundamentální analýzy realizují, protože podává základní přehled o ziskovosti a finanční situaci podniku, míře jeho růstu, podobě finančního zdraví atd. Následně se snaží prostřednictvím fundamentální analýzy zjistit další informace – posoudit výkonnost podniku v širším ohledu.

K základním úkolům finanční analýzy podle Polácha (2012, str. 229) patří: ověření dosažených výsledků, kvantifikace příčiny a hodnocení souvislostí, vyhledání rezerv v investiční a provozní činnosti, a také je východiskem pro sestavování finančního plánu a pro kontrolu.

Jak píše Valach, Durčáková, Choulík, Oceláková (2010, str. 312-313), tak si řada investorů může všimnout i ukazatelů zadlužení, ale zde platí, že je jejich posuzování specifickou záležitostí. Zadlužení nemusí znamenat negativní dopady na podnik. Zadluženost však musí být optimální.

P/E ukazatel

Kislingerová (2010, str. 217) zmiňuje existenci ukazatele P/E, který je mezi investory velmi oblíben. Jedná se o poměr ceny akcie (P) a ziskem připadajícím na jednu akcii (E). Analytici a odborníci pak hovoří o podnicích, které prodávají s vysokým, či nízkým ukazatelem P/E.

Smejkal a Rais (2013, str. 327) tento nástroj považují za jeden z nejvyužívanějších v rámci poměrových ukazatelů, posuzujících tržní hodnotu společnosti. Autoři k dalším ukazatelům řadí:

- Poměr tržní hodnoty akcie a její nominální hodnoty (tržní cena akcie / účetní hodnota akcie), kdy se kalkuluje, jaké je hodnota organizace připadající na základní kapitál společnosti.
- Poměr tržní hodnoty akcie a nominální hodnoty akcie (tržní cena akcie / nominální hodnota akcie).
- Ziskový výnos (čistý zisk na akcii / tržní cena akcie), kdy tržní cena akcie může být nahrazena cenou, za kterou investor v minulosti akcie nakoupil.
- Dividenda připadající na akcii (dividendy za daný rok / počet emitovaných akcií) – se využívá jako velmi jednoduchý nástroj pro rozhodování investorů o tom, jestli investovat nebo se investice zbavit.
- Dividendový výnos (dividenda na akcii / tržní cena akcie) – investorům umožňuje posoudit, jakým způsobem se dividendový výnos vyvíjí v čase.

Podle Čizinské a Mariniče (2010, str. 170) „*tento ukazatel lze interpretovat i jako ukazatel atraktivity konkrétního titulu cenného papíru a udává, jakou cenu jsou investoři ochotni zaplatit za jednotku zisku. Při interpretaci ukazatele je nutno si uvědomovat, že ve jmenovateli zlomku může být použit odhadovaný budoucí zisk, nějakým způsobem upravený nebo zisk vykazovaný v účetnictví. V tom případě může být jeho vypovídací hodnota ovlivněna použitými účetními metodami atp. V každém případě s růstem hodnoty ukazatele se akcie stává relativně dražší (může být nadhodnocena) a klesá její očekávaná návratnost (investor si jejím nákup předplácí několikanásobek zisku.*“

Ukazatel EVA

Brealey, Myers, Allen (2014, str. 377-386) zmiňuje i možnost využití ukazatele EVA pro hodnocení finanční situace podniku. Tento ukazatel sleduje ekonomický zisk a nikoliv zisk plynoucí z účetnictví.

Kvalitativní fundamentální analýza

Polách (2012, str. 232) považuje kvalitativní analýzu za součást fundamentální analýzy. Svým způsobem, tak ovlivňuje rozhodnutí o nákupu či prodeji cenných papírů. Přitom jsou kvalitativní prvky společností složitě zhodnotitelné, což odpovídá i tomu, že každý analytik považuje za důležité jiné kvalitativní faktory.

Krantz (2016) přirovnává fundamentální analýzu k dostihům, kdy se snaží lidé uhodnout na základě různých dat, který kůň v závodech dokáže vyhrát, či se umístit na dobrém místě.

SWOT analýza je podle Hanzelkové (2013, str. 126) nástrojem pro analýzu podniku. Její podstatou je identifikace faktorů a skutečností, které pro podnik představují silné a slabé stránky (nachází se v interním prostředí podniku), příležitosti a hrozby (nachází se v externím prostředí podniku). SWOT analýza se soustředí na strategická fakta a jevy, které výrazně ovlivňují podnik. Všechny závěry SWOT analýzy pak musí být dostatečně relevantní.

Jakubíková (2013, str. 129) popisuje podrobněji tento pojem a tvrdí, že SWOT analýza sestává ze dvou analýz: „*a to analýzy SW a analýzy OT. Doporučuje se začít analýzou OT – příležitostí a hrozeb, které přicházejí z vnějšího prostředí firmy, a to jak makroprostředí (obsahuje faktory politicko-právní, ekonomické, sociálně-kulturní, technologické), tak i mikroprostředí (zákazníci, dodavatelé, odběratelé, konkurence, veřejnost). Po důkladně provedené analýze OT následuje analýza SW, která se týká vnitřního prostředí firmy (cíle, systémy, procedury, firemní zdroje, materiální prostředí, firemní kultura, mezilidské vztahy, organizační struktura, kvalita managementu aj.)*“

Nývltová a Režňáková (2007, str. 224) popisují, že investor ještě může zvažovat svoji investici i v souvislosti s tím, v jaké fázi vývoje se momentálně podnik nachází. Může jít o společnost, která teprve vzniká, je v počátečním rozvoji, vyvíjí se stabilizovaně, či očekává další expanzi nebo je v konečné stabilizaci.

Fundamentální analýza shrnuje veškeré důležité informace o podniku, a to jeho makroprostředí. Zejména musí přinést informace o následujících faktorech (Palat, 2016):

- Informace o makroekonomickém prostředí.
- Základní informace o legislativě, zdanění, clech, vládní politice atd.

- Informace o odvětví, ve kterém organizace svoji činnost realizuje.
- Informace o podniku – managementu, výkonnosti, tržbách, prodejích.
- Informace o zákaznících, trendech, výdajích zákazníků.

3.3. *Diskontní modely*

Nejvyužívanější metodou pro stanovení vnitřní hodnoty akcie je v současnosti podle Polácha (2012, str. 221) dividendový diskontní model. Principem modelu je současná hodnota budoucích příjmů pro jejího majitele. Příjmem se rozumí dividendy a prodejní cena. Vzorec včetně popisu hodnot uvádí následující obrázek.

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

kde H je vnitřní hodnota akcie,

D_1 – očekávaná dividendy na konci prvního roku,

P_1 – očekávaná prodejní cena na konci prvního roku,

K_e – požadovaná úroková míra.

Obrázek 2 Vzorec vnitřní hodnoty akcie,

Zdroj: Polách, 2012, str. 221

Také Štýbr (2011, str. 110) uvádí, že jsou dividendové diskontní modely mezi investory nejpoužívanější při zjišťování vnitřní hodnoty akcie.

Polách (2012, str. 222) dále uvádí, že prodejní cenu na konci prvního roku lze definovat jako hodnotu všech diskontovaných příjmů pro majitele aktiva, tedy platí následující vzorec.

$$P_1 = \frac{D_2 + P_2}{(1 + K_e)}$$

kde P_1 je očekávaná prodejní cena na konci prvního roku,
 D_2 – očekávaná dividenda na konci druhého roku,
 P_2 – očekávaná prodejní cena na konci druhého roku,
 K_e – požadovaná úroková míra.

Obrázek 3 Očekávaná prodejní cena na konci prvního roku,

Zdroj: Polách, 2012, str. 222

Integrace těchto rovnic pak vytváří vztah pro výpočet současné hodnoty dividend během dvou let a současné hodnoty očekávané prodejní ceny na konci druhého roku. Vzorec je následující.

$$VH = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2 + P_2}{(1 + K_e)^2}$$

Obrázek 4 Současná hodnota dividend během dvou let,

Zdroj: Polách, 2012, str. 222

Polách (2012, str. 222) však zdůrazňuje, že je na akcie nahlíženo jako na nesplacitelný cenný papír, takže je možné tento krok opakovat po n-let a neustále nahrazovat jednotlivé hodnoty. Vnitřní hodnota akcie je potom součtem současné hodnoty budoucích dividend do n-tého období, ale také současné prodejní ceny v n-tém období. Toto n-té období může být vzdáleno až do nekonečna, což vede k tomu, že se současná hodnota očekávané prodejní ceny blíží k nule. Další vzorec z tohoto vychází a prodejní cenu úplně vypouští a vnitřní hodnotu akcie zapisuje pouze jako současnou hodnotu budoucích dividend. Jedná se o dividendový diskontní model.

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

Obrázek 5 Současná hodnota budoucích dividend,

Zdroj: Polách, 2012, str. 222

Výše dividend se pak v jednotlivých letech různě liší, a to podle dosaženého růstu společnosti. Analytici se při praktické realizaci výpočtu vnitřní hodnoty akcie soustředí spíše na stanovení

očekávaného růstu dividend (než na predikci absolutní výše dividend). Polách (2012, str. 222) k tomuto ještě dodává, že pokud se očekává konstantní míra růstu dividend, pak dividendový model lze vyjádřit způsobem na dalším obrázku.

$$VH = \frac{D_0(1+g)}{(1+K_e)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+K_e)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+K_e)^n},$$

kde VH je vnitřní hodnota akcie,

D_0 – dividendy v běžném roce,

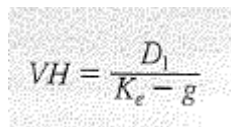
g – konstantní růstová míra dividend,

K_e – požadovaná úroková míra.

Obrázek 6 Dividendový model při konstantní míře růstu dividend,

Zdroj: Polách (2012, str. 222)

Polách (2012, str. 222) pak ještě dodává, že tento dividendový diskontní model s konstantním růstem lze využít ve zkráceném tvaru – viz následující obrázek.



$$VH = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Obrázek 7 Zkrácený tvar dividendového diskontního modelu s konstantním růstem,

Zdroj: Polách, 2012, str. 223)

Polách (2012, str. 224) si všímá i argumentů, které souvisí s kritikou využívání dividendového diskontního modelu. Nejčastěji se objevují připomínky v podobě:

- Dividendový diskontní model nelze využít pro stanovení vnitřní hodnoty akcie v případě, kdy společnost vyplácí velmi malé nebo žádné dividendy, popř. je politika vyplácení dividend nestabilní.
- Dividendový diskontní model předpokládá přesnou prognózu dlouhodobé růstové míry dividend. Tato je ovšem po uplynutí 1 až 2 let velmi nepřesná.
- Malá chyba při stanovení míry růstu dividend může způsobit velké rozdíly při stanovení vnitřní hodnoty akcie.
- Požadovaná výnosová míra se složitě stanovuje, protože společnosti ovlivňuje velké množství faktorů, které je obtížné předpovídat.

- Dividendový růstový model nelze využít pro mimořádné růstové společnosti, kde je růstová míra větší nebo rovna požadované výnosové míře.

Metoda diskontovaného cash flow

Gladiš (2015, str. 31) popisuje metodu diskontovaného cash flow jako další možnost pro odhad vnitřní hodnoty akcie. Tato metoda je založena na snaze odhadu budoucích toků hotovosti a vyčíslení jejich současné hodnoty. Nejprve se odhadnou budoucí toky hotovosti v jednotlivých budoucích obdobích a s využitím koncepce časové hodnoty peněz a složeného úrokování se vypočítá jejich současná hodnota. Tento autor ovšem upozorňuje, že metoda diskontovaného cash-flow podává velmi nepřesné výsledky.

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF = Cash Flow

Obrázek 8 Metoda diskontovaného cash-flow,

Zdroj: Gladiš, 2015, str. 32

Veselá (2007, str. 358-363) charakterizuje vzorec pro výpočet následovně. Vnitřní hodnota akcie je podle tohoto vzorce kalkulována s užitím údajů o cash-flow, které společnosti (a tedy jejím akcionářům) zůstanou po úhradě úrokových nákladů a další složek.

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

Obrázek 9 Vzorec metoda diskontovaných peněžních toků,

Zdroj: Veselá, 2007

Gladiš (2015, str. 46) upozorňuje, že existují i jiné způsoby pro ocenění akcií, než využití diskontních modelů. Zmiňuje například Agnostický přístup, který je postaven na těchto úvahách:

- Trhy, sektory a jednotlivé společnosti se obchodují za různé násobky svých zisků (zde se využívá poměrový ukazatel P/E – viz níže).

- Namísto diskontní sazby se využívá násobek přiměřený konkrétní společnosti (za účelem ocenění).
- Realizace je podmíněna velkou zkušeností a citlivostí.
- Jedná se o vhodnější způsob, než diskontování údajů na mnoho let dopředu.

3.4. Vnitřní hodnota akcie

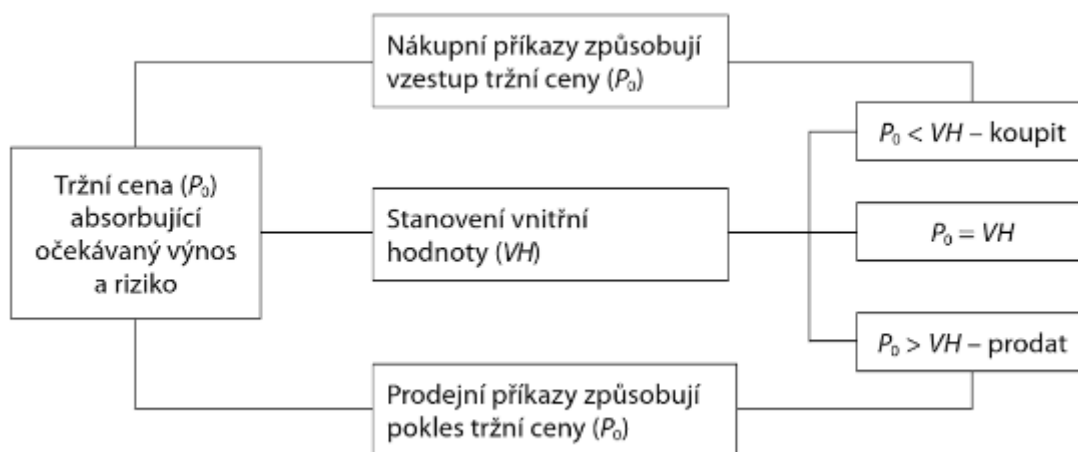
Gladiš (2015, str. 30) upozorňuje na rozpor mezi pojmy cena akcie a hodnota akcie, kdy cena akcie je to, co investor za akcii platí. Hodnota je potom to, co za akcii ve skutečnosti dostává. Z tohoto pohledu se jedná o dvě zcela odlišné veličiny. Klíčem k úspěchu na akciových trzích je potom nákup akcií za ceny, které jsou podstatně nižší než jejich hodnoty. Tato v podstatě jednoduchá myšlenka se však v praxi provádí velmi složitě.

Sojka a Dostál (2008, str. 12) považují vnitřní hodnotu akcie za sumu budoucích příjmů z akcie, což je součet diskontovaných budoucích peněžních toků (budoucích dividend a diskontovaného kapitálového výnosu, který vznikne, když se akcie v budoucnosti prodá za vyšší cenu, než byla zakoupena).

Štýbr (2011, str. 109) tvrdí, že v krátkodobém horizontu je vnitřní hodnota akcie stabilní, ale v dlouhém období se mění v závislosti na změně podnikových, odvětvových a globálních faktorů. Aktuální kurz ceny akcie se pohybuje kolem této vnitřní hodnoty, takže cena akcie není odvozena od vnitřní hodnoty, ale kalkulovaná hodnota ovlivňuje cenu akcie.

Celou problematiku vnitřní hodnoty akcie a jejích souvislostí vysvětlují Sojka s Dostálem (2008, str. 12) následovně: *„kupující akcie očekává od koupě výplatu dividend (dividendový výnos) a kapitálový výnos, když v jím stanoveném časovém horizontu prodá akcii za vyšší cenu, než za jakou ji koupil (může ji ovšem prodat i se ztrátou). Jedná se o budoucí výnosy – zisky. Jenomže peníze – zisky mají cenu v daném čase. Peníze zítra nejsou tytéž peníze, co dnes. Musíme tedy porovnat naši dnešní investici – koupi akcie s budoucími výnosy z této akcie a přitom použít diskontní faktor, kterým srovnáme dnešní peníz s budoucími penězi.“*

Revenda (2012, str. 161) si všímá, že na akciovém trhu probíhá neustálý ohodnocovací proces ceny akcií. Tento proces se nachází na dalším obrázku. Součástí tohoto procesu je i stanovení vnitřní ceny akcie za účelem posouzení, jestli akcie nakoupit či nikoliv.



Obrázek 10 Ohodnovací proces na akciovém trhu,

Zdroj: Revenda, 2012, str. 161

Gladiš (2005, str. 35) doporučuje komparovat cenu akcie s její vnitřní hodnotou a následně kupovat pouze takové akcie, kde je dostatečně velký bezpečnostní polštář mezi jejich cenou a vnitřní hodnotou. Zatímco ceny akcií jsou ve většině případů snadno dostupné, tak posouzení a stanovení vnitřní hodnoty akcie je složitější. Znalost vnitřní hodnoty akcie je ovšem nezbytná, protože investiční příležitosti se nacházejí v rozdílu mezi cenou akcie a její vnitřní hodnotou. Základní myšlenkou investování je právě nákup akcií hluboko pod jejich vnitřní hodnotou (Gladiš, 2005, str. 35).

Zde se však podle Sojky a Dostála (2008, str. 12) projevuje základní problém související s vnitřní hodnotou akcií. Budoucí zisk podniku a budoucí cena akcie je pouze subjektivním odhadem.

Na toto navazuje Gladiš (2015), podle kterého nelze vnitřní hodnotu akcie stanovit přesně. Investování není přírodní vědou, ve které platí pevně stanovené zákony a hodnotu proto nelze přesně spočítat, ale pouze přibližně spočítat. Pět různých analytiků spočítá vnitřní hodnotu cenu akcie různě a v některých případech se budou odhadované hodnoty výrazně odlišovat. Vnitřní hodnota akcie je vždy nepřesná, subjektivní a jedná se pouze o odhad.

I Vochozka (2011, str. 37) popisuje, že je fundamentální analýza spíše kvalitativním nástrojem, protože nevyužívá algoritmovaných postupů oproti analýze technické.

„Úkolem číslo jedna úspěšného investora je stanovit s rozumnou mírou přesnosti vnitřní hodnotu akcie, aby pak mohl těžit z neefektivity trhu, tedy z cen, které se od vnitřní hodnoty akcie značně liší (Gladiš, 2005, str. 35).“

Gladiš (2005, str. 35) si všímá, že je metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie celá řada, ale žádná není dostatečně objektivní. Ve všech se objevují různé subjektivní prvky, předpoklady a kritéria, která rozhodují o míře rizika – implicitně začleněné do samotné vnitřní hodnoty.

Cena akcie

Podle Chvojky (2013, str. 133) je téměř nemožné vytvořit přibližný model, který by determinoval cenu akcie prostřednictvím všech možných vlivů, které na tuto cenu působí. Objevuje se tak názor, že se cena akcie vyvíjí náhodně a sleduje nějaký náhodný proces.

Hartman (2013, str. 49) shrnuje jednotlivé pojmy související s cenou akcií: *„akcie mají nominální hodnotu, tržní hodnotu, dividendovou hodnotu. Nominální hodnota akcie představuje podíl na majetku akciové společnosti vyplývající z vlastnictví akcie. Součet nominálních hodnot všech akcií je roven výši základního jmění. Dividenda je podíl na zisku společnosti vyplývající z vlastnictví akcie. Tržní cena akcie (kurz akcie) je pak cena, za kterou se akcie obchoduje na kapitálovém trhu.“*

Závěrem lze uvést tvrzení Polácha (2012, str. 234), který definuje, že ke stanovení vnitřní ceny akcie, se využívají různé modely, které při výpočtech zohledňují následující fundamentální data:

- *„EPS – čistý zisk na akcii.*
- *P/E – poměr ceny a zisku na akcii.*
- *Growth ukazatele – růst tržeb, zisku, dividend apod.*
- *PEG – poměr ceny a zisku dělený mírou růstu zisku.*
- *ROA – podíl zisku a celkového kapitálu.*
- *ROE – podíl zisku a vlastního kapitálu.*
- *ROI – podíl průměrného ročního zisku a celkového vloženého kapitálu.*
- *EBITDA – zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací.*
- *Dividenda – část zisku společnosti vyplacená držitelům akcií.*
- *Dividend Yield – poměr dividendy a ceny akcie v %.*
- *Price/Book – poměr tržní a účetní hodnoty akcie.*
- *Price/Sales – poměr ceny a tržeb na akcii.*
- *Profit margin – poměr čistého zisku a tržeb za posledních 12 měsíců.*

- *Cash flow – rozdíl mezi příjmy a výdaji peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů v podniku.*“

Revenda (2012, str. 165) dodává, že je chybné komparovat účetní hodnotu akcie a tržní hodnotu akcie. Účetní hodnota akcie se zakládá na historických cenách aktiv, takže se často odlišuje (i výrazně) od jejich současné ceny. Problémem je také vzájemná komparace různých akcií, jestli se zakládá účetní hodnotě. Komparované podniky mohou být naprosto stejné, ale přitom využívat jiné účetní metody, což pak ovlivní vnímanou účetní hodnotu podniku. Tento autor tak nedoporučuje práci s účetní hodnotou akcie při stanovení vnitřní hodnoty akcie.

4. Vlastní práce

Kapitola vlastní práce obsahuje globální analýzu, odvětvovou analýzu a analýzu organizace ČEZ, a. s. V závěru kapitoly se nachází odhad vnitřní hodnoty akcie, který je komparován s aktuální tržní cenou akcie.

4.1. *Globální fundamentální analýza*

Globální fundamentální analýza si všímá akciového trhu jako celku, všech faktorů, které jej ovlivňují, a tedy mají vliv i na akciové kurzy. Důraz se klade jak na krátkodobý horizont, tak i dlouhodobé vlivy. Konkrétní zkoumané faktory pak závisí na přístupu konkrétního investora. V rámci této práce je využito přístupu Polácha (2012, str. 216-219), který k těmto faktorům řadí hrubý domácí produkt, fiskální politiku, monetární politiku, inflaci, mezinárodní pohyb kapitálu, politické a ekonomické vlivy. Tento přehled je ještě doplněn o globální faktory, které zvolil autor na základě vlastního uvážení.

4.1.1. **Analýza makroekonomických indikátorů ovlivňujících ceny akcií ČEZ, a. s.**

Globální ekonomický vývoj

Ministerstvo financí České republiky (2017) popisuje, že se růst globální ekonomiky v první polovině roku 2016 zpomalil, ale už ve třetím čtvrtletí tohoto roku bylo znatelné mírné zlepšení. Tento vývoj byl ovlivněn různorodostí ekonomické výkonnosti jednotlivých zemí. V západní Evropě je hospodářský růst stále poměrně nevýrazný. Zatímco ve Spojených státech amerických se zrychluje. Negativním způsobem působí na globální ekonomiku vývoj v Brazílii, Rusku a Turecku. Dlouhodobě se zpomaluje i růst čínské ekonomiky.

Ekonomický vývoj v Evropské unii

Makroekonomická prognóza Ministerstva financí České republiky (2017, 4-6 str.) popisuje, že je současná ekonomická a hospodářská situace v zemích Evropské unie na velmi „křehké“ úrovni. Růst hrubého domácího produktu ve 3. čtvrtletí roku 2016 dosáhl 0,4 % (ve všech 28 zemích Evropské unie). To znamená, že došlo k meziročnímu růstu o 1,9 %. Nicméně ve vývoji jednotlivých zemí přetrvává značná diferencovanost a větší oživení je brzděno strukturálními problémy, ztrátou konkurenceschopnosti, nízkým tempem investic či vysokou

zadlužeností veřejného a soukromého sektoru. Evropská centrální banka se proto snaží zvýšit inflaci a podpořit ekonomické oživení v eurozóně. Makroekonomická prognóza Ministerstva financí České republiky (2017, 4-6 str.) předpokládá, že hospodářský růst bude v následujících letech tažen především domácí poptávkou, tedy bude i nadále klíčová spotřeba domácností, kterou ještě podpoří nízké úrokové sazby a lepší se úroveň na trhu práce. Pro rok 2017 se počítá s růstem hrubého domácího produktu v zemích eurozóny o 1,4 %, v dalším roce pak o 1,6 %.

Fiskální politika a měnová politika

Makroekonomická prognóza Ministerstva financí České republiky (2017, str. 13) potvrzuje, že saldo sektoru vládních institucí dosáhlo v roce 2016 poprvé v historii přebytku, a to ve výši 0,5 % hrubého domácího produktu. Na úroveň fiskální politiky mělo pozitivní dopad, že se podařilo zlepšit efektivnost výběru daní.

Makroekonomická prognóza Ministerstva financí České republiky (2017, str. 14) si dále všímá měnové politiky, kterou lze dlouhodobě charakterizovat jako uvolněnou. V rámci měnových kurzů je velmi viditelné opatření České národní banky, které intervenuje kurz české koruny nad hladinou 27 korun za 1 eur.

K hlavním příčinám snížení zisku ČEZ, a. s. mezi roky 2014 až 2015 patřil pokles realizačních cen vyrobené elektřiny, změna objemu a struktury výroby. Negativně se projevila i dohoda o narovnání s Albánií a ukončení dlouhodobého kontraktu s CA-CIB. Naopak pozitivně na zisk působilo vrácení části darovací daně z emisních povolenek za roku 2011 a 2012, úspora stálých provozních nákladů, přecenění akcií MOL v roce 2014, plnění závazků (z roku 2010) od Správy železniční dopravní cesty (SŽDC) (ČEZ, a. s., 2016).

Vývoj cen na relevantních energetických trzích

Následující tabulka představuje vývoj cen na energetických trzích. Jak vyplývá z uvedeného vývoje, tak ceny elektřiny (v ČR i v Německu), uhlí, plynu, ropy klesají, a to v některých případech, až o třetinu.

Nejvýraznější vliv na cenu elektřiny má cena uhlí a cena emisních povolenek. V omezené míře i cena plynu. Cena elektřiny je také ovlivněna pokračujícím růstem instalovaného výkonu obnovitelných zdrojů, zejména v Německu. Masivní propady cen uhlí a zemního plynu byly pouze částečně kompenzovány růstem cen emisních povolenek. To se pak

reflektovalo v ceně elektřiny, která se na konci roku 2015 obchodovala za 28 EUR za MWh. V některých dnech tohoto roku se ceny elektřiny dostaly až na dvanáctiletá minima. Vývoj ceny uhlí měl také klesající trend, který je patrný už od roku 2011 (tehdy byla jeho cena 150 USD za tunu). Ceny uhlí snižuje klesající poptávka z Číny. Na cenu plynu (resp. její klesající trend) nejvíce působila snížená spotřeba plynu v Evropě a částečně i klesající ceny ropy. Ceny emisních povolenek v průběhu roku 2015 postupně rostly, což bylo způsobeno zejména schválením tržního mechanizačního mechanismu Evropským parlamentem (ČEZ, a. s., 2016).

Tabulka 1 Ceny komodit v meziročním srovnání 2014/2015

Ceny komodit v meziročním srovnání				
	Jednotka	31. 12. 2014	31. 12. 2015	Změna ceny (v %)
Cena elektřiny v ČR (baseload)	EUR/MWh	33,2	28,6	-13,7
Cena elektřiny v Německu (baseload)	EUR/MWh	33,1	28,1	-15,1
Cena uhlí	USD/t	66,1	44,3	-32,9
Cena plynu NCG	EUR/MWh	21,6	15,9	-26,2
Cena ropy	USD/barel	69,7	48,4	-30,5
Cena povolenky	EUR/t	7,5	8,4	12,2

Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Vývoj v eurozóně

Z výroční zprávy ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016) vyplývá, že byl podnik v roce 2015 ovlivněn kvantitativním uvolňováním, v jehož důsledku úrokové sazby na mezibankovních trzích (EUR i CZK) klesly do záporných hodnot. Zároveň narostla i konkurence mezi bankami na trzích s úvěry mimo jiné v zemích, kde ČEZ působí. Tento vývoj využila společnost ČEZ, a. s. pro financování vybraných dceřiných společností na lokální úrovni bez recourse na mateřskou společnost (to znamená bez závazku plnění ze strany ČEZ). Dále se ČEZ, a. s. podařilo využít likvidní situace a očekávání růstu úrokových sazeb v USA k tomu, aby v listopadu z trhu odkoupil dluhopisy za 411,4 mil. USD splatné v roce 2022. Tímto se podaří společnosti dosáhnout úspory mezi úrokovými náklady odkoupených dluhopisů a úrokovými výnosy z držby hotovosti.

Podnikatelské prostředí v České republice

Výroční zpráva ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016) se věnuje i vlivu stavu podnikatelského prostředí na zkoumanou společnost. V roce 2015 bylo do oblasti energetiky implementováno

několik státních koncepčních dokumentů, což lze považovat za velmi důležitý stabilizační prvek. Jedná se o dokumenty v podobě Aktualizace státní energetické koncepce, Národní akční plán jaderné energetiky, Národní akční plán pro chytré sítě, Národní akční plán čisté mobility. Aktualizace státní energetické koncepce rozvíjí strategickou vizi rozvoje české energetiky do roku 2040 a je nástrojem pro vytvoření stabilnějšího a předvídatelnějšího prostředí v energetickém sektoru. Koncepce respektuje strategické cíle Evropské unie a je v souladu i s vizí ČEZ (například v podobě důrazu na dekarbonizaci či dožívání uhelných zdrojů). To platí i o předpokladu, že největší objem elektřiny bude vyráběn z jaderných zdrojů, dále pak z obnovitelných zdrojů a z hnědého uhlí. Národní akční plán jaderné energetiky si stanovil za cíl vytvoření investorsko-obchodního modelu pro novou výstavbu jaderných zdrojů, jehož úkolem má být určení toho, jak má být v budoucnosti řešena výstavba nových jaderných zdrojů (v souladu se zájmy státu, dodavatele a investora). Národní akční plán pro chytré sítě má zajistit integraci velkého objemu výroby elektřiny z intermitentních zdrojů do elektrizační soustavy České republiky, včetně očekávaného růstu výroby z malých zdrojů připojených do distribuční sítě. Národní akční plán pro chytré sítě očekává postupné zavádění inteligentních distribučních sítí a dalších opatření v několika etapách. Národní akční plán čisté mobility je ovlivněn evropskou směrnicí a stanovuje členským státům povinnost rozvoje příslušné infrastruktury dobíjecích a plnicích stanic.

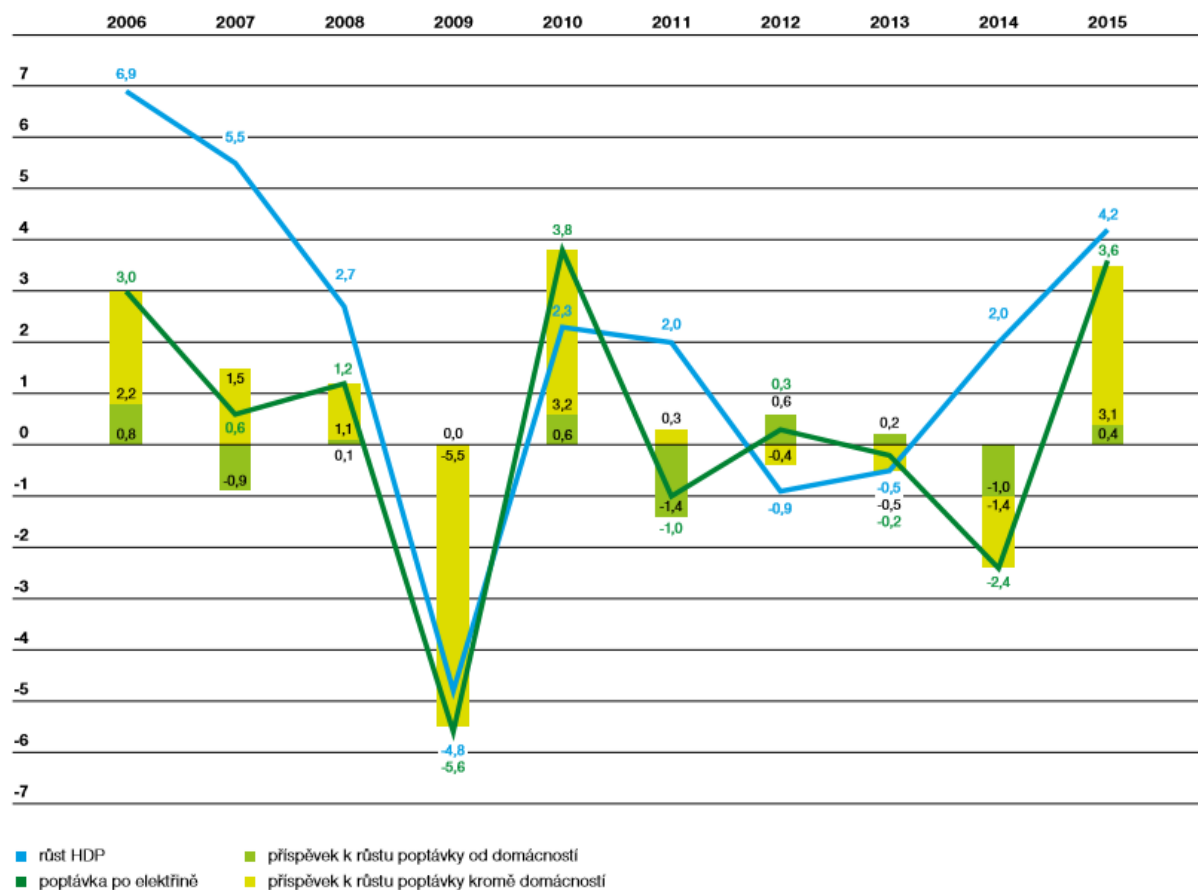
Legislativa v České republice

Výroční zpráva ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016) definuje i klíčové legislativní předpisy, které ovlivňují její činnost v České republice. Jedná se o desítky různých legislativních nařízení, ať už o občanský zákoník (č. 89/2012, Sb.), zákon o podnikání na kapitálovém trhu (č. 256/2004, Sb.), či zákony z oblasti energetiky. Výrobu elektřiny stále více ovlivňují i právní předpisy z oblasti ochrany životního prostředí. Jen v roce 2015 došlo k novelizaci více než 15 zákonů, které ovlivňují podnikatelskou činnost společnosti ČEZ, a. s. Dále pak musí společnost sledovat a dodržovat legislativní úpravu ze strany Evropské unie.

Hrubý domácí produkt a poptávka po elektřině v České republice

Následující obrázek znázorňuje vztah mezi hrubým domácím produktem České republiky a poptávkou po elektřině v České republice, a to v období let 2006 až 2015. Hrubý domácí produkt v České republice v tomto období kolísal. Tuzemská ekonomika zažila jak recesi, tak i období expanze. Stejně se vyvíjela i poptávka po elektřině (ve smyslu kolísavého trendu

růstu a poklesu). Nicméně míra těchto poklesů a růstu nebyla natolik vysoká jako v případě hrubého domácího produktu. Z komparace obou vývoje obou veličin pak vyplývá, že mezi sebou nemají příliš úzký vztah a přímo se neovlivňují.



Obrázek 11 Komparace vývoje hrubého domácího produktu a poptávky po elektřině v České republice, Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Makroekonomická prognóza Ministerstva financí České republiky (2017, str. 27) se zabývá i odhadem vývoje hrubého domácího produktu České republiky, který navazuje na předešlý vývoj tohoto ukazatele. Výkonnost ekonomiky z hlediska reálného hrubého domácího produktu vzrostla ve třetím čtvrtletí roku 2016 meziročně o 1,6 % (oproti 1,5 %). Tento růst byl ovlivněn zejména pozitivním vývoje zpracovatelského průmyslu, činností v oblasti nemovitostí. Růst se naopak zpomalil v důsledku vývoje průmyslového odvětví těžby a dobývání, energetiky a vodohospodářství. Dále se v materiálech Ministerstva financí České republiky uvádí, že meziroční zvýšení hrubého domácího produktu ve třetím čtvrtletí bylo způsobeno i rostoucí zahraniční a domácí poptávkou. Pro rok 2017 se počítá s tím, že bude ekonomický růst pokračovat i nadále, a to díky domácí poptávce a výdajům na konečnou spotřebu domácností a obnovenou investiční aktivitu podniků a vlády. Reálný hrubý domácí

produkt by měl dosáhnout v roce 2017 hodnoty 2,6 % (oproti 2,5 %). Pro rok 2018 se počítá s růstem tohoto ukazatele na úrovni 2,4 %.

Inflace

V roce 2016 dosáhla průměrná míra inflace v České republice 0,7 % (oproti 0,5 % z roku 2015). Tuto úroveň lze považovat za velmi nízkou. Vývoj byl ovlivněn faktory vnějšího prostředí (poklesem cen ropy, poklesem cen výrobců v eurozóně). V dalších měsících se však očekává růst inflace, protože tuzemská ekonomika proinflační znaky – rostoucí poptávku, kladnou produkční mezeru, velmi nízkou úroveň nezaměstnanosti, obnovu růstu jednotkových nákladů práce. Pro rok 2017 se odhaduje dosažení míry inflace na úrovni 2,0 %. V roce 2018 potom na úrovni 1,6 % (Ministerstvo financí České republiky, 2017, str. 37)

Zahraniční obchod

Makroekonomická prognóza Ministerstva financí České republiky (2017, str. 57) charakterizuje, že poměr salda běžného účtu k hrubému domácímu produktu ve třetím čtvrtletí 2016 dosáhl 1,9 % (oproti 2,2 %), čímž se mezi čtvrtletími zvýšil o 0,3 % hrubého domácího produktu. Růst exportních trhů dosáhl 2,8 % (oproti 3,8 %) a byl tedy pomalejší (než původní odhad). Důvodem pomalejšího růstu byl právě pomalejší růst světového obchodu. Ministerstvo financí České republiky odhaduje, že bude v roce 2016 konečná podoba platební bilance v přebytku ve výši 2,1 % hrubého domácího produktu (oproti 2,3 %). V roce 2017 se předpokládá pokles kladného salda na 1,2 hrubého domácího produktu a pro rok 2018 potom mírný růst přebytku na 1,3 % hrubého domácího produktu.

4.2. Odvětvová fundamentální analýza

Odvětvová fundamentální analýza prognózuje vývoj v jednotlivých odvětvích a analyzuje rozdílné charakteristiky. Každé odvětví má různorodou podobu a musí se proto sledovat různé faktory. Tomu odpovídá i přístup autora práce při zpracování této fundamentální analýzy. Každé odvětví je jinak citlivé na vývoj v makroprostředí, což se projevuje i v rámci této analýzy.

Globální energetický sektor

Bulletin ČEZ (2017) podává informace o vývoji v globálním energetickém sektoru, kde je v současnosti znatelné, že dochází k poklesu investic do některých obnovitelných zdrojů

energie – jako například slunečných a větrných elektráren (za poslední tři roky se náklady na větrné elektrárny snížily o 30 %, od roku 2009 pak náklady na sluneční elektrárny o 80 %). Celkové globální investice do obnovitelných zdrojů energie však trvale rostou (za posledních deset let). V roce 2015 bylo dosaženo rekordních globálních investic ve výši 305 miliard dolarů. Přitom investice do tzv. čisté energie poprvé klesly, a to na 287,5 miliard dolarů v celosvětovém měřítku. Na území Evropy investice do čistých energií meziročně narostly o 3 % a v loňském roce činily 70,9 miliard dolarů (ČEZ, 2017).

Puchnar (2016) představuje výstupy ze zprávy Světové energetické rady (WEC), která prognózuje vývoj odvětví v budoucích letech. Na globální energetiku bude mít největší dopad technologická inovace, vládní politika a nižší růst spotřeby. Ze zprávy vyplývá, že se objem sektoru od roku 1970 zdvojnásobil, ale v budoucnosti nebude růst tak vysoký. Důvodem je pomalejší tempo růstu světové populace, nové technologie, větší snahy o ekologizaci energetiky, pokrok v ekonomické a geopolitické síle. Dosavadní struktury v energetice, tak bude nutné výrazně přeorganizovat. Odvětví energetiky se v dalších letech výrazně promění a vznikne nový svět energetického průmyslu. Růst efektivity díky novým technologiím a zpřísnění energetické politiky se projeví zpomalením růstu globální spotřeby energie. Přitom spotřeba energie na jednoho obyvatele Země dosáhne svého maxima ještě před rokem 2030. Do roku 2060 se spotřeba energie oproti dnešní době zdvojnásobí. Nutností se stanou vysoké investice do energetické infrastruktury a vhodná systémová integrace. K dalším trendům bude podle zprávy patřit snaha o omezení globálního oteplování, a to prostřednictvím mezinárodní spolupráce, udržitelného hospodářského růstu a technologických inovací za účelem vyřešení problému v podobě: energetické bezpečnosti, soběstačnosti a udržitelnosti životního prostředí (Puchnar, 2016).

Energetický sektor v Evropě

„Evropský energetický sektor byl i v roce 2015 zatížen tržními a regulatorními nejistotami a klesajícími cenami komodit, které vedly k dalšímu poklesu cen elektřiny na velkoobchodním trhu. Do popředí se stále více dostávají obnovitelné zdroje, decentralizovaná řešení a komplexní zákaznické produkty.“ (ČEZ, a. s., 2016, str. 57).

Energetický sektor v Evropě je velmi výrazně ovlivněn přístupem Evropské unie, která celý trh výrazně reguluje a ovlivňuje. V současné době vytváří Evropská unie strategii pro evropskou energetiku do roku 2030. Mezi odbornou veřejností a soukromým sektorem pak z této strategie panují spíše obavy, protože může obsahovat změny, které na celý sektor

dopadnou negativně, včetně společnosti ČEZ. Zmíněná strategie byla předložena jako tzv. Zimní balíček pod názvem Čistá energie pro všechny Evropany. Jedná se o soubor 8 legislativních návrhů zacílených na reformu trhu s elektřinou a posílení energetické účinnosti. Velmi výrazně se Evropská unie zasazuje i o snížení emisí skleníkových plynů (ČEZ, 2017).

Manažer divize obchodu ČEZ – Pavel Cyrani – v rozhovoru s Petříčkem a Brožem (2017) zmiňuje, že Evropská unie není nakloněna výrobě elektrické energie z uhlí a důkazem je právě tento balíček, který jednoznačně dává důraz na obnovitelné zdroje. Přitom ČEZ v minulosti investoval desítky miliard korun do modernizace uhelných elektráren. Celá koncepce Evropské unie naznačuje, že hnědouhelná energetika jako odvětví může během deseti až patnácti let zaniknout.

Prognóza vývoje trhu energetiky z pohledu ČEZ

Tato prognóza vývoje trhu vychází z výroční zprávy ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016). V současné době prochází evropský trh energetiky řadou různých změn, které vytvářejí vysoký tlak na velkoobchodní ceny elektřiny. Politika Evropské unie navíc prioritně usiluje o snižování emisí při výrobě elektřiny. Navíc se na globálních trzích pohybují ceny energetických komodit na mnohaletých minimech. Rozvoj technologií vede k vytváření dalších obchodních modelů v energetice. V oblasti ekologie se na globální úrovni prosazuje snaha o ochranu klimatu. K dalším cílům Evropské unie patří například snaha o snížení závislosti na importu energií či snížení emisí oxidu uhličitého o 40 % do roku 2030 (oproti roku 1990), dále pak zvýšit podíl obnovitelných zdrojů na spotřebované energii (nejen elektrické) na 27 % (oproti 15 % z roku 2015). Snaha o realizaci těchto cílů ovlivní energetický sektor velmi výrazným způsobem. Za účelem snižování emisí využívá Evropská unie nástroj v podobě obchodování s emisními povolenkami (jako součásti systému EU ETS – EU Emissions Trading System). Jejich nízké ceny však nemotivují k investicím do nízkoemisních technologií či k substituci neekologických paliv. Pokles cen byl způsoben jejich rostoucím přebytkem souvisejícím s propadem ekonomické aktivity v předchozích letech. Následně Evropská unie realizovala reformu systému, aby se zvýšila odolnost vůči velkým šokům úpravou nabídky množství povolenek v aukcích. Jako další trend ČEZ, a. s. (2016) očekává, že bude růst využití obnovitelných zdrojů energie (v roce 2015 pokrývají 25 % spotřeby elektřiny v Evropě, do roku 2030 pravděpodobně dosáhnou 47 % podílu). Prostor pro klasickou energetiku se tak bude zmenšovat. Růst počtu fotovoltaických elektráren bude

snížovat ceny silové elektřiny v dosavadních špičkách, nestabilita dodávky povede k nutnosti flexibilního výkonu elektráren a k vyšší flexibilitě na straně spotřeby. Zároveň se budou rychleji rozvíjet technologie pro skladování elektřiny. Stále bude pokračovat trend neustálého vzniku nových regulačních opatření, takže nebude existovat stabilní prostředí pro realizaci dlouhodobých investičních rozhodnutí na tržní bázi. Ekonomická nekonkurenceschopnost znamená, že se odstavují tisíce megawattů konvenčních kapacit po celé Evropě. V některých zemích se tak objevují snahy o implementaci tzv. kapacitních trhů, které mají zajistit dostatečnou nabídku výkonu. Podstatou těchto trhů je odměňování elektráren za jejich disponibilní výkon, nikoliv za vyrobenou elektřinu. Tento systém se využívá ve Velké Británii. Ceny zde dosažené jsou však nízké a k nové výstavbě prakticky nemotivují. Dále si výroční zpráva ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016) všímá globálních komoditních trhů, kde pokračuje technologická revoluce v souvislosti s těžbou ropy a břidlicového plynu, což vedlo k poklesu cen ropy a zastavení politiky ovlivňování ceny ropy organizace OPEC. Pokles ceny ropy pak vedl i poklesu ceny černého uhlí a zemního plynu. Spotřebu uhlí navíc bude dále negativně ovlivňovat přísná emisní regulace. Za zásadní faktor budoucnosti energetiky lze považovat technologický vývoj, který povede k růstu decentralizované energetiky na úkor velkých zdrojů.

Energetický sektor v České republice

Poncarová (2016) představuje názory odborné veřejnosti na vývoj energetického sektoru v České republice v roce 2017. V České republice se v roce 2016 vyrábělo cca 13,5 % energie z obnovitelných zdrojů, ale pro rok 2017 zůstanou některé z výroben bez dotační podpory a dotace zůstanou pouze malým vodním elektrárnám a bioplynovým stanicím. Některým obnovitelným zdrojům odmítá Energetický regulační úřad vypsát podporu. Právě dotace jsou velkým problémem na současném energetickém trhu, protože způsobily, že ceny energií jsou v dnešní době silně pokřivené a není možné pokrýt investice do tradičních energetických zdrojů, které jsou potřeby pro stabilitu sítě. Dochází tak ke konfliktu mezi tradiční energetikou a nezávislými zdroji. I v tuzemsku se očekává, že velmi výrazně energetický sektor promění nové technologie (obnovitelné zdroje, chytré sítě a decentralizace). Tento vývoj navíc podporuje Evropská unie. Zákazníci v České republice začínají požadovat energetickou soběstačnost a elektřinu dodávanou z vlastních bezemisních zdrojů. Dále pak se budou stále více prosazovat technologie přinášející snížení energetické náročnosti. Naopak velký význam bude mít v budoucnosti v České republice jaderná energie, která bude

základem energetického mixu. Jedná se o nejlevnější zdroj energie a v budoucnosti by mělo být až 50 % energie vyráběno právě prostřednictvím jaderné energie (Poncarová, 2016).

Postoj vlády lze shrnout slovy premiéra vlády České republiky, Bohuslava Sobotky: *„Především dnes, v době masivního rozvoje obnovitelných zdrojů energie, je potřeba mít k dispozici zdroj, který zajistí stabilní dodávky čisté energie v základním zatížení sítě. Ačkoliv vnímáme přínos rozvoje obnovitelných zdrojů a jejich posilující roli do budoucna, za stávajících podmínek na ně nelze výhradně spoléhat. A právě proto je hlavním cílem České republiky mít vyvážený a racionálně nastavený energetický mix. Je nezbytné dbát na to, aby ceny energie přispívaly ke konkurenceschopné ekonomice a abychom také minimalizovali riziko energetické chudoby. Pro ČR je proto důležité, aby bylo jádro nedílnou součástí evropského energetického mixu. Do budoucna počítáme s tím, že by až 50 procent elektrické energie bylo vyrobeno z tohoto zdroje „(Poncarová, 2016).*

Zhodnotit energetický sektor v České republice lze i na základě výstupů z přezkumu Mezinárodní energetické agentury. Výstupy popisuje Česká tisková kancelář ČTK (2016). Mezi roky 2010 až 2015 bylo dosaženo význačného pokroku v tuzemské energetické politice. K nejvýznamnějším úspěchům patří rozvoj obnovitelných zdrojů energie, implementace moderních technologií v uhelných elektrárnách či schválení Státní energetické koncepce. Zpráva zároveň identifikovala řadu výzev, kterým energetický sektor momentálně čelí. V tomto případě se jedná o horší kvalitu ovzduší, prolomení limitů těžby hnědého uhlí, systém podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie nebo dominantní pozici ČEZ na trhu s elektřinou. V budoucnosti se musí Česká republika více soustředit na využití dostupných možností ve zvyšování energetické efektivity v průmyslu, budovách a v dopravě. Existuje zde vysoká energetická náročnost a nedochází k žádné nápravě.

Cena elektřiny

Následující obrázek charakterizuje vývoj cen elektřiny za poslední tři roky (v EUR za MWh). Z tohoto obrázku vyplývá, že od roku 2015 docházelo k pozvolnému poklesu ceny elektřiny, až bylo dosaženo v prvním čtvrtletí roku 2016 historického minima (v rámci sledovaného období). Od této doby začala cena elektřiny stoupat (přes ojedinělé poklesy) dosáhla v posledním čtvrtletí roku 2016 historického maxima, ale v podstatě ihned poté začala cena strmě klesat.



Obrázek 12 Cena elektřiny v MWh,

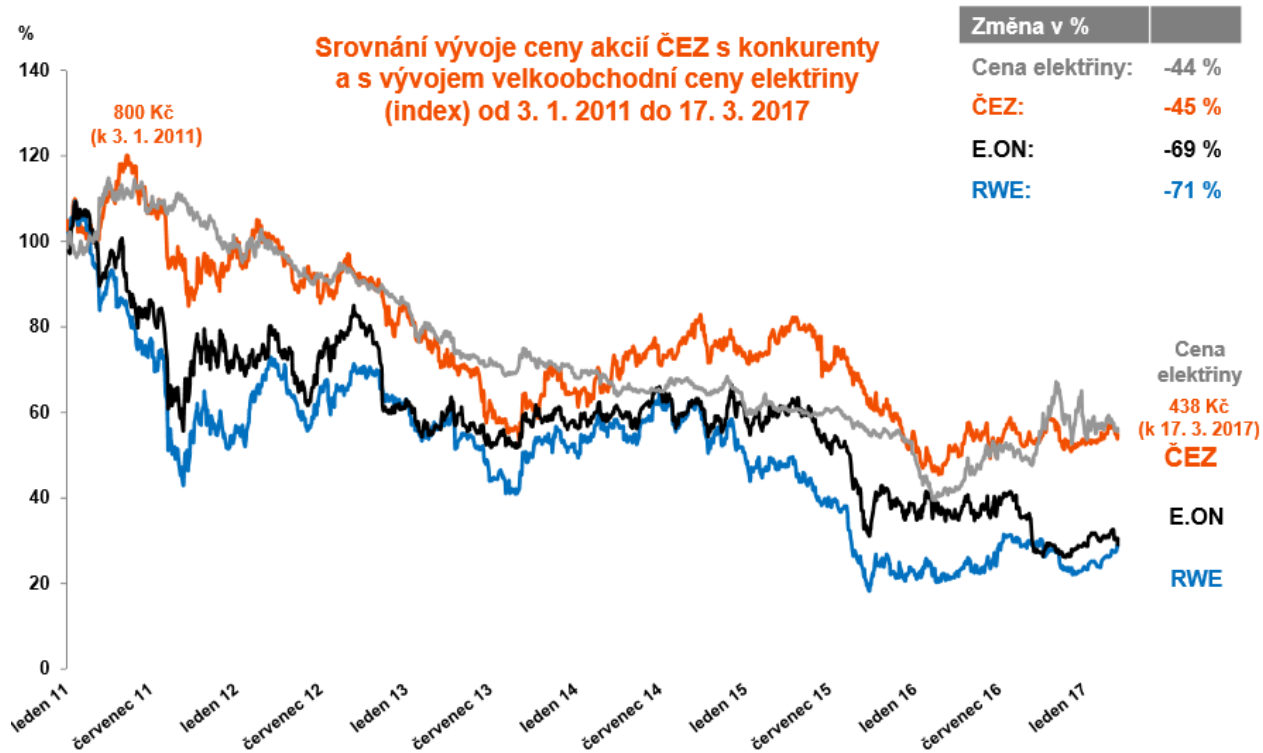
Zdroj: kurzy.cz

Klesající ceny elektřiny samozřejmě mají negativní vliv na společnost ČEZ a hodnotu jejich akcií.

V rámci odvětvové analýzy lze provést i srovnání výkonnosti podniku s konkurencí, a to v následujících faktorech.

Cena akcií v konkurenčním srovnání

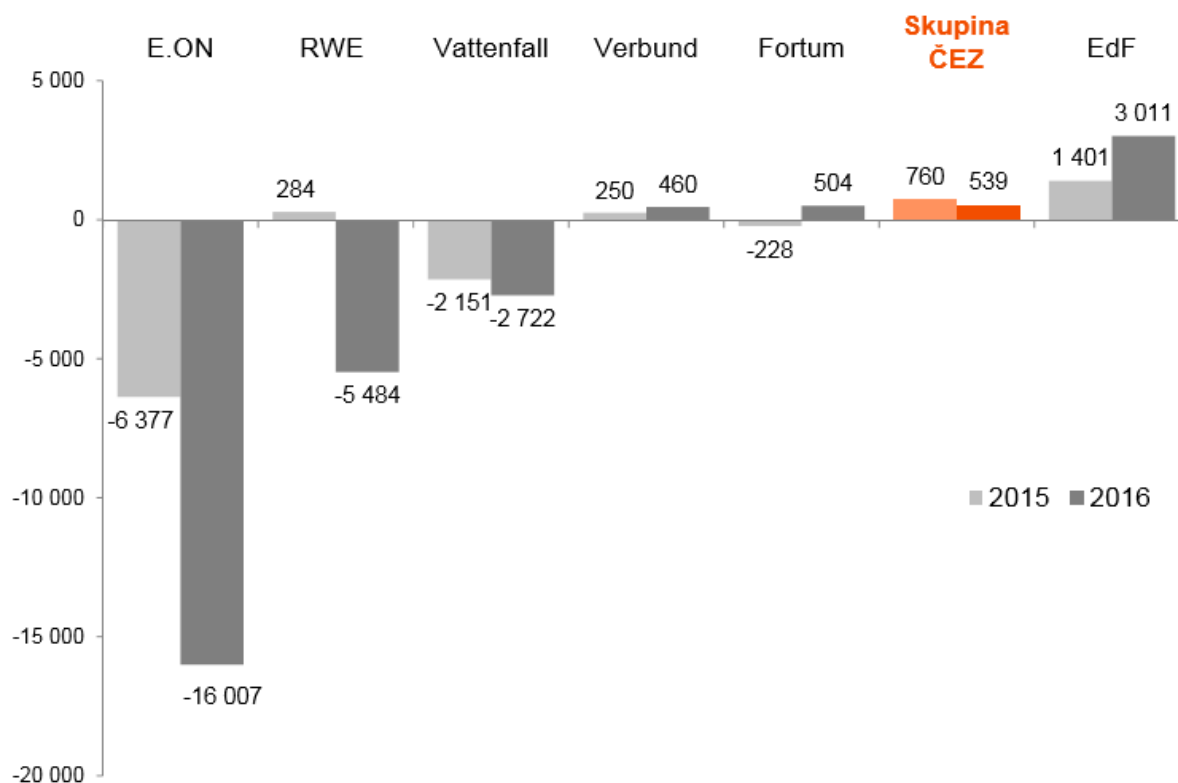
Cena akcie ČEZ v konkurenčním srovnání patří k nejvyšším v rámci komparace. Zároveň je u všech cen zřejmé, že ceny akcií klesají. Tento trend tak postihuje celé odvětví energetiky, a tedy nedotýká se pouze analyzované společnosti. Celé odvětví je v útlumu. Přitom platí, že v dlouhodobém horizontu ceny akcií různé kolísají. Nejlepší situace pak panovala v roce 2011 (alespoň z pohledu sledovaného období).



Obrázek 13 Srovnání vývoje ceny akcií ČEZ a konkurenty,
Zdroj: ČEZ, 2017b

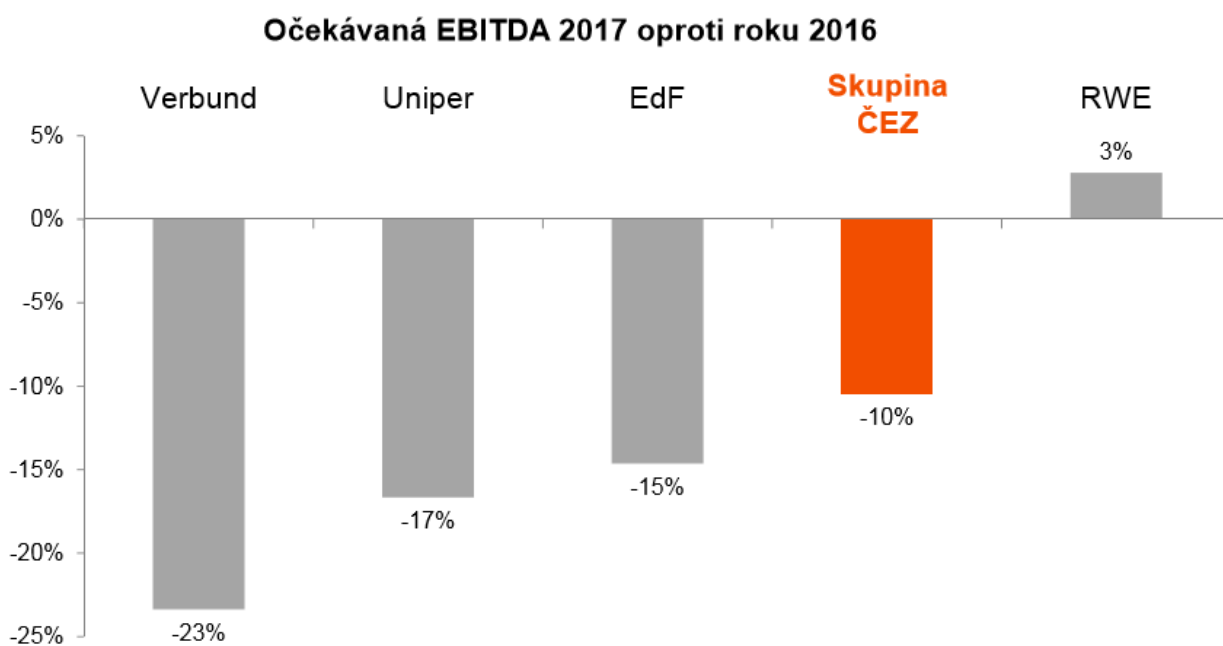
Podle dalšího ukazatele je zřejmé, že ČEZ patří ve svém odvětví k velmi výkonným společnostem. Jeho hodnota čistého zisku je na úrovni 539 mil. EUR a tímto patří k nejvýkonnějším ve svém sektoru. Tuzemská konkurence (E.ON a RWE) je na tom velmi špatně z pohledu tohoto ukazatele.

Čistý zisk vybraných společností v letech 2015 a 2016 (mil. EUR)



Obrázek 14 Čistý zisk vybraných společností v letech 2015 a 2016 v mil. eur,
Zdroj: ČEZ, 2017

Poslední z komparovaných ukazatelů se věnuje očekávanému ukazateli EBITDA v roce 2017 oproti roku 2016. Zisk v tomto pojetí má klesnout téměř všem komparovaným společnostem, kromě RWE. Nicméně i tak je pokles zisku v ČEZ jeden z nejmenších mezi sledovanými podniky.



Obrázek 15 Očekávaná EBITDA v roce 2017 v komparaci s rokem 2016,
Zdroj: ČEZ, 2017

Pro investora orientujícího se na trh energetiky mohou být akcie ČEZ, a. s. velmi zajímavé, protože ve srovnání s konkurencí si vedou dobře (nikoliv však výborně). Zároveň investor z tohoto přehledu získává informace o tom, že je celé odvětví v útlumu, takže vina klesajících výkonů společnosti není problémem pouze společnosti ČEZ, ale také faktorů, které společnost nemůže ovlivnit.

Polách (2012, str. 220) definuje, že existují různé odvětví podle jejich citlivosti na hospodářský cyklus.

Zkoumané odvětví lze považovat za neutrálního charakteru, kdy není ovlivněno hospodářským cyklem. To je zřejmě dáno povahou produktu, který je nezbytný. Zároveň tomu napomáhá tržní struktura odvětví, která je oligopolního charakteru, tedy působí zde pouze několik málo podniků.

4.3. Podniková fundamentální analýza

ČEZ, a. s.

Podle výroční zprávy ČEZ za rok 2015 (2016) je tato skupina podniků integrovaným seskupením působícím v řadě zemí střední a jihovýchodní Evropy, a také v Turecku. Centrála

společnosti se nachází v České republice. Primárním předmětem činnosti je výroba, distribuce, obchod a prodej v oblasti elektřiny a tepla, obchod a prodej v oblasti zemního plynu a těžba uhlí. V České republice se ČEZ orientuje na těžbu a prodej uhlí, výrobu a distribuci elektřiny a tepla (včetně obchodování s těmito komoditami), dále pak na prodej elektřiny, tepla a zemního plynu koncovým zákazníkům. Výrobní portfolio je tvořené jadernými, uhelnými, plynovými, vodními, fotovoltaickými, větrnými a bioplynovými zdroji. V zahraničí se skupina ČEZ soustředí zejména na distribuci, výrobu, obchod a prodej elektřiny. Celkový počet zaměstnanců přesahuje 26 000 osob.

„Posláním Skupiny ČEZ je zajišťovat bezpečnou, spolehlivou a pozitivní energii zákazníkům i celé společnosti, jejím cílem je přinášet inovace pro řešení energetických potřeb a přispívat k vyšší kvalitě.“ (ČEZ, a. s., 2016).

Cílem skupiny ČEZ je provoz energetických aktiv maximálně efektivním způsobem a přizpůsobení se rostoucímu podílu decentralizované a bezemisní výroby. Další prioritou společnosti je nabízet zákazníkům širokou paletu produktů a služeb v synergii s prodejem elektřiny a plynu. Třetí prioritou je aktivně investovat do perspektivních energetických aktiv se zaměřením na region střední Evropy a do podpory moderních technologií v raném stádiu vývoje (ČEZ, a. s., 2016).

V rámci řízení a výkonu podnikatelské činnosti uplatňuje Skupina ČEZ přísná etická pravidla, která zahrnují i odpovědné chování k zaměstnancům, společnosti a životnímu prostředí. ČEZ se hlásí k principům trvale udržitelného rozvoje, podporuje energetickou úspornost, prosazuje nové technologie a vytváří prostředí pro profesní růst zaměstnanců. Podniková kultura se orientuje na bezpečnost, stálý růst vnitřní efektivity, podporu inovací a zlepšování u segmentů podnikání a zaměstnanců v rámci růstu hodnoty Skupiny ČEZ v neustále se měnícím tržním prostředí. Strategie společnosti se dlouhodobě zaměřuje na provozní efektivitu, moderní decentralní energetiku a koncového zákazníka. Investice do realizace strategie v letech 2016 až 2020 se chystají na úrovni 50 až 60 mld. Kč. Očekává se, že bude výkonnost společnosti (a celého energetického trhu) výrazně ovlivněna nízkými cenami energetických komodit a vývojem regulace. Primárním úkolem bude i nadále ochrana klíčové hodnoty ČEZ, a to tradiční energetiky, která je založena na výrobě elektřiny z uhelných, jaderných a vodních zdrojů (ČEZ, a. s., 2016).

Na tiskové konferenci ČEZ (2017b) představující hospodářské výsledky došlo i představení procesu plnění strategie společnosti:

- Patřit k nejlepším v provozu tradiční energetiky – bylo získáno povolení na provoz jaderné elektrárny Dukovany na neurčito, byla dokončena obnova hnědouhelné elektrárny Pruneřov, střednědobá koncepce provozu portfolia ČR byla aktualizována ve vazbě na vývoj cen elektřiny a regulačních podmínek atd.
- Nabízet zákazníkům širokou škálu produktů a služeb zaměřených na jejich energetické potřeby – dceřiná společnost ČEZ Prodej se stala druhým největším dodavatelem plynu v ČR, rozšířila se nabídka služeb pro domácnosti, bylo získáno několik energetických společností.
- Posílit a konsolidovat pozici podniku v Evropě – byl realizován vstup na německý trh (jednalo se o trh obnovitelných zdrojů, kde ČEZ vlastní 39 pevninských větrných elektráren o celkovém instalovaném výkonu 98 MW), došlo k investicím do různých podniků.

Dále pak výroční zpráva ČEZ za rok 2015 (2016) udává, že nejvýznamnějším akcionářem mateřské společnosti ČEZ a. s., je Česká republika, která ke dni 31. 12. 2015 vlastnila téměř 70 % společnosti. Akcie ČEZ, a. s. se obchodují na pražské a varšavské burze cenných papírů, kde jsou součástí indexů PX a WIG-CEE. Na základě hodnocení ratingových agentur je Skupina ČEZ považována za jednu z mála stabilních energetických firem, které mají navíc i nízkou míru zadlužení. Například agentura Standard & Poor's udělila Skupině ČEZ ratingové hodnocení A- se stabilním výhledem. Ratingová agentura Moody's Investors Service Ltd. snížila v roce 2015 ratingové hodnocení o jeden stupeň na A3 se stabilním výhledem (z předchozího A2 s negativním výhledem). V roce 2016 agentura Moody's Investors Service Ltd. opět snížila svoje hodnocení o jeden stupeň na Baa1 se stabilním výhledem. Důvodem změny hodnocení byl v obou případech trend poklesu cen silové elektřiny.

V prosinci 2016 agentura Standard & Poor's potvrdila rating ČEZ na úrovni A- se stabilním výhledem (ČEZ, a. s., 2017b).

V rámci této analýzy je nutné zmínit se i o cenotvorbě ČEZ, resp. o způsobu, kterým má ČEZ vliv na ceny prodávané elektřiny. Ceny elektrické energie se řídí poptávkou a nabídkou na integrovaném evropském trhu. Nemohou tak být odlišné od cen v sousedních zemích. ČEZ nemá žádnou pravomoc či zdroje k tomu, aby stanovil poměry na evropském trhu s elektřinou, případně, aby ovlivnil poptávku po elektřině v jiných zemích. Čtyři z pěti

položek, které vytváří výslednou cenu pro koncového zákazníka, určuje v České republice Energetický regulační úřad (jedná se o distribuci, systémové služby, krytí vícenákladů spojených s podporou výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů, kombinované výroby elektřiny a tepla a druhotných zdrojů a činnosti operátora trhu) (ČEZ, a. s., 2015).

4.3.1. Finanční analýza

Finanční výsledky ČEZ, a. s.

Výroční zpráva ČEZ, a. s. za rok 2015 přináší přehled následujících finančních výsledků (platí pro rok 2015):

- Čistý zisk (očistěný o mimořádné vlivy) jako základ pro návrh dividendy dosáhl v roce 2015 hodnoty 27,7 mld. Kč. Tímto byla překročena plánovaná úroveň čistého zisku (podle odhadu měl být 27 mld. Kč). Této úrovně čistého zisku se podařilo dosáhnout i přes klesající realizační ceny vyrobené elektřiny. Pozitivně se však projevila vratka části darovací daně z povolenek na emise CO₂ zaplacené za roku 2011 a 2012 a úspěšné plnění programu úspor a růstových opatření. Negativně se však do výsledku ještě reflektují výpadky příjmů v důsledku neplánovaných odstávek v Jaderné elektrárně Dukovany a prodloužení řádných odstávek v Jaderné elektrárně Temelín.
- V roce 2015 bylo dosaženo snížení provozních nákladů o 2,9 mld. Kč a podařilo se navýšit celkové výnosy na 210,2 mld. Kč (tj. o 4 % oproti předchozímu roku). Tohoto se podařilo dosáhnout růstem objemu prodeje elektřiny, plynu a tepla koncovým zákazníkům.
- Provozní zisk před odpisy (EBITDA) dosáhl hodnoty 65,1 mld. Kč a meziročně poklesl o 10 %. Nicméně Skupina ČEZ v roce 2015 generovala o 1,9 mld. Kč vyšší provozní cash flow než v roce 2014 a snížila čistý dluh o 16 mld. Kč.

Vývoj vybraných finančních ukazatelů v období let 2011 až 2015 pak charakterizuje následující tabulka. Zisk před odečtením úroků, odpisů, daní, amortizace (EBITDA) byl roce 2015 na úrovni 65 104 mld. Kč. Jak však vyplývá z dlouhodobého vývoje, tak se jednalo o pokles hodnoty nejen oproti roku 2011 (to byla hodnota na úrovni 87 830 mld. Kč), ale i proti všem ostatním rokům. Dlouhodobý trend vývoje tohoto ukazatele je klesající.

To se pak logicky reflektuje i všech ostatních kategoriích zisku. Například EBIT (zisk před odečtením úroků a daní) v roce 2015 poklesl na hodnotu 28 961 mld. Kč, což je o 32 289 mld. Kč nižší hodnota než v roce 2011. Jedná se tak o velmi výrazný pokles.

Naopak provozní výnosy ČEZ, a. s. se dlouhodobě pohybují na úrovni 201 751 mld. Kč až 216 731 mld. Kč, tedy lze je označit za stagnující mezi těmito hodnotami. Na jednu stranu je tento trend pozitivní, protože nedochází k negativním (výrazně) trendům vývoje. Na druhou stranu se nedaří dlouhodobě zvyšovat provozní výnosy, což pak musí organizace kompenzovat snížením nákladů, resp. by měla.

Zisk po zdanění poklesl ve sledovaném období téměř o 50 % (tj. z 40 753 mld. Kč v roce 2011 na 20 547 mld. Kč v roce 2015).

I další ukazatel naznačuje, že v organizaci dochází k poklesu její výkonnosti. Zisk na akcii (Kč/akcie) dlouhodobě klesá. V letech 2011 až 2013 nebyl tento pokles natolik výrazný a dokonce mezi roky 2011 až 2012 zisk na akcii mírně rostl, ale od roku 2013 probíhá výrazný pokles hodnoty ukazatele zisku na akcii.

Hrubá dividenda na akcii se za poslední tři sledované roky nezměnila a je stále na úrovni 40 Kč za akcii. Například v roce 2011 však byla na úrovni 50 Kč.

Čistý dluh organizace se podařilo výrazněji snížit až mezi roky 2014 až 2015. Růst ukazatele se sice podařilo zastavit už v roce 2013, ale viditelnější pozitivní vývoj nastal, až právě ve zmiňovaném období.

Ukazatel rentability investovaného kapitálu dlouhodobě klesá, což samozřejmě není překvapivé (vzhledem k vývoji hospodaření společnosti). Podniku se tak stále hůře daří dosahovat zisku z každé jedné koruny, kterou investovali akcionáři a investoři.

Vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu opět potvrzuje, že se situace v hospodaření podniku zhoršuje.

Tabulka 2 Vybrané finanční ukazatele ČEZ, a. s.

Vybrané finanční ukazatele ČEZ, a. s.					
	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA (v mld. Kč)	87 830	85 776	81 994	72 498	65 104
EBIT (v mld. Kč)	61 250	57 041	45 690	36 946	28 961
Provozní výnosy (v mld. Kč)	204 816	211 874	216 731	201 751	210 167
Zisk po zdanění (v mld. Kč)	40 753	40 135	35 207	22 432	20 547
Zisk na akcii - základní (Kč/akcie)	76,3	77,6	67,2	41,9	38,8
Dividenda na akcii (hrubá) (Kč/akcie)	50	45	40	40	40
Čistý dluh (v mil. Kč)	156 197	161 030	156 426	147 245	131 223
Rentabilita investovaného kapitálu (v %)	12,4	10,5	7,9	6,3	5
Rentabilita vlastního kapitálu (v %)	18,2	17,4	14,1	8,6	7,8

Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Na základě vývoje těchto vybraných finančních ukazatelů je patrné, že se podnik potýká s dlouhodobým poklesem svojí výkonnosti z hlediska ziskovosti. Na druhou stranu se mu daří dosahovat stagnující úrovně provozního zisku, ale také další kategorie zisku jsou pozitivní, tedy podniku se daří dosahovat ziskového hospodaření. Dlouhodobý pokles zisku by však měl podnik řešit a samozřejmě zastavit.

Dividendová politika ČEZ, a. s.

Podle výroční zprávy ČEZ, a. s. za rok 2015 (2016) dividendová politika ČEZ, a. s. předpokládá, že bude vypláceno pravidelně 60 až 80 % konsolidovaného čistého zisku očištěného o mimořádné vlivy obecně nesouvisející s běžným hospodařením daného roku.

Manažer divize obchodu ČEZ – Pavel Cyrani – v rozhovoru s Petříčkem a Brožem (2017) se této politice věnuje detailněji. V rozhovoru si všímá, že existují dva základní druhy akcionářů ČEZ, tací, kteří chtějí, aby se vyplácela maximální možná dividendy, a takový, kteří požadují stabilní dividendový výnos při zajištění dlouhodobé prosperity organizace. Specifikem je potom stát v podobě akcionáře. Zejména před volbami může stát požadovat výplatu, co nejvyšší dividendy. Organizace ČEZ se snaží mezi svými a těmito zájmy udržet rovnováhu – přispívat do rozpočtu, ale zároveň zajišťovat vlastní růst.

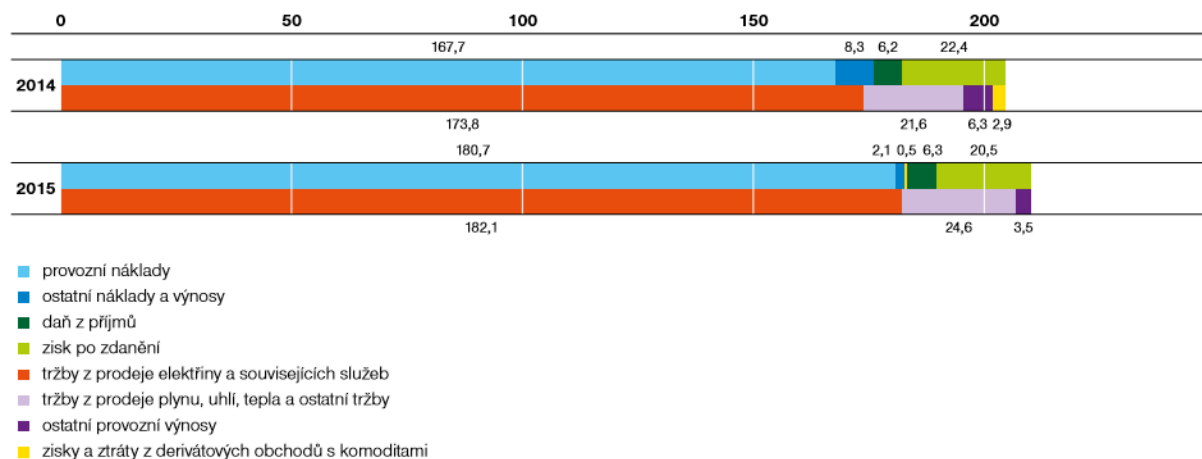
V roce 2017 rozšiřuje ČEZ (2017b) výplatní poměr dividendy na 60 % až 100 % z očištěného čistého zisku. Tuto změnu odůvodňuje společnost zvýšením poměru generovaného provozního cash-flow k čistému zisku, návrh na dividendu bude zohledňovat generované cash-flow v daném roce a strategii rozvoje pro budoucí roky. Zúžení tohoto pásma očekává

podnik do dvou let v návaznosti na specifikaci rozvojové strategie. Návrh dividendy na rok 2016 je na úrovni 33 Kč (ČEZ, a. s., 2017b).

Aktuální strategii související s výplatou dividend charakterizuje tisková zpráva ČEZ (2017b) následovně: *„představenstvo energetické společnosti ČEZ dne 20. 3. 2017 rozhodlo o návrhu na výši dividendy za rok 2016, který bude předkládat letošní valné hromadě akcionářů. Představenstvo bude navrhopvat hrubou dividendu ve výši 33 korun na jednu akcii (nominální hodnota 100 Kč), což odpovídá celkové hodnotě 17,8 mld. Kč (vypočteno z celkového počtu vydaných akcií). Z toho na majoritního akcionáře - český stát – připadá částka 12,4 mld. Kč. Návrh dividendy reflektuje aktualizovanou dividendovou politiku společnosti, jejíž aktualizace spočívá v dočasném rozšíření výplatního poměru na 60 – 100 % z konsolidovaného čistého zisku Skupiny ČEZ očištěného o mimořádné vlivy. Zúžení tohoto nově přijatého procentního pásma výplatního poměru předpokládá společnost do dvou let v návaznosti na specifikaci rozvojové strategie ČEZ (2017b).“*

Další z obrázků charakterizuje způsob tvorby zisku ČEZ, a. s. v roce 2014 a 2015. Provozní náklady se v obou letech daří kompenzovat tržbami z prodeje elektřiny a souvisejících služeb. Výše provozních nákladů však vzrostla mezi roky 2014 až 2015 velmi výrazně. Daňová povinnost v podobě daně z příjmů zůstala v podstatě na podobné úrovni. V obou letech se podařilo zvýšit tržby, a to jak z prodeje elektřiny, tak i z prodeje plynu, uhlí, tepla a ostatních produktů.

Výroční zpráva ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016) popisuje, že byl růst provozních nákladů způsoben růstem nákladů na nákup elektřiny a souvisejících služeb. Přitom se podařilo dosáhnout úspory stálých provozních nákladů. Hodnota odpisů meziročně vzrostla z důvodu zařazení dokončených investic do dlouhodobého majetku, především uvedením paroplynové Elektrárny Počerady do provozu v závěru roku 2014.



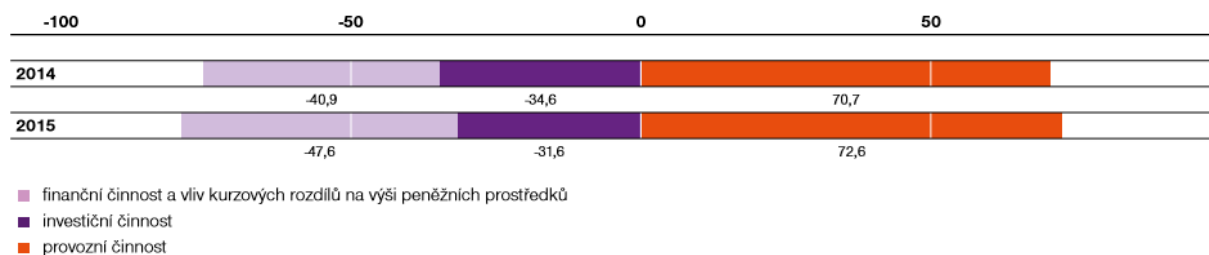
Obrázek 16 Tvorba zisku ČEZ, a. s.,

Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Další obrázek představuje strukturu peněžních toků společnosti ČEZ, a. s. Tuto problematiku rozebírá podrobněji výroční zpráva ČEZ (2016). Jak z obrázku vyplývá, tak peněžní toky z provozní činnosti meziročně vzrostly o 1,9 mld. Kč. Velmi dobře na tento výsledek působila nižší zaplacená daň z příjmů (tj. plus 3 mld. Kč), nižší zaplacené úroky bez kapitalizovaných úroků (tj. plus 0,9 mld. Kč). Zisk před zdaněním upravený o nepeněžní operace meziročně klesl o 2,1 mld. Kč. Změna pracovního kapitálu meziročně působila pozitivně (tj. plus 0,1 mld. Kč). Pozitivní vývoj pracovního kapitálu se podařilo dosáhnout meziročním poklesem terminovaných vkladů se splatností nad 6 měsíců a likvidních cenných papírů (tj. plus 4,3 mld. Kč). Pozitivně se projevila také meziroční změna salda závazků a pohledávek z derivátů včetně opcí (tj. plus 0,9 mld. Kč). Negativně působila meziroční změna salda závazků a pohledávek z obchodních vztahů včetně přijatých záloh a časového rozlišení (tj. poklesem o 4,2 mld. Kč). Stejným trendem se projevila i meziroční změna stavu emisních povolenek (tj. poklesem o 1,5 mld. Kč).

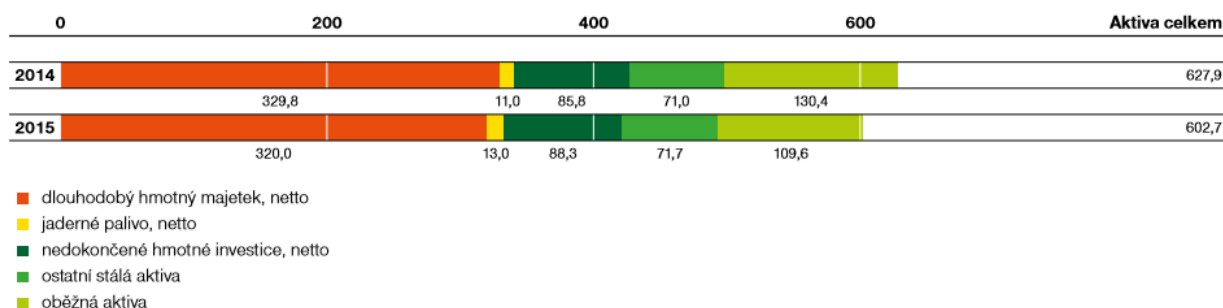
Výroční zpráva ČEZ, a. s. (2016) se věnuje i investiční činnosti a peněžním tokům v rámci této oblasti. Z informací vyplývá, že peněžní prostředky využitě na investiční činnosti meziročně klesly o 3,1 mld. Kč především meziročně nižšími investicemi do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, tj. CAPEX (plus 2,9 mld. Kč), meziroční změnou závazků z pořízení stálých aktiv (tj. plus 1,5 mld. Kč) a meziročně vyšší úhradou pohledávky z titulu prodeje Elektrárny Chvaletice (tj. plus 0,2 mld. Kč). Na tuto statistiku ještě negativně působily nižší příjmy z prodeje stálých aktiv (tj. pokles o 0,9 mld. Kč), vyšší nabytí dlouhodobého finančního majetku (tj. pokles o 0,6 mld. Kč). Použité prostředky na finanční činnost včetně vlivu kurzových rozdílů na výši peněžních prostředků meziročně vzrostly

o 6,7 mld. Kč. Hlavním důvodem bylo meziročně vyšší saldo splácení a čerpání úvěrů a půjček (tj. pokles o 6,8 mld. Kč).



Obrázek 17 Peněžní toky skupiny ČEZ,
Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Další obrázek představuje strukturu aktiv společnosti ČEZ, a. s. a její meziroční vývoj v letech 2014 až 2015. Dlouhodobý majetek společnosti (netto) se v meziročním vývoji snížil o 9,8 mld. Kč. Dále pak je klesající trend viditelný hodnoty oběžných aktiv, kdy došlo k poklesu z hodnoty 130,4 mld. Kč na 109,6 mld. Kč. Jen nepatrně (o 0,7 mld. Kč) vzrostla hodnota nedokončených hmotných investic (netto). To platí i o hodnotě jaderného paliva, kdy byl růst na úrovni 2 mld. Kč. I u nedokončených hmotných investic byl znatelný růst, a to z hodnoty 85,8 mld. Kč na 88,3 mld. Kč.

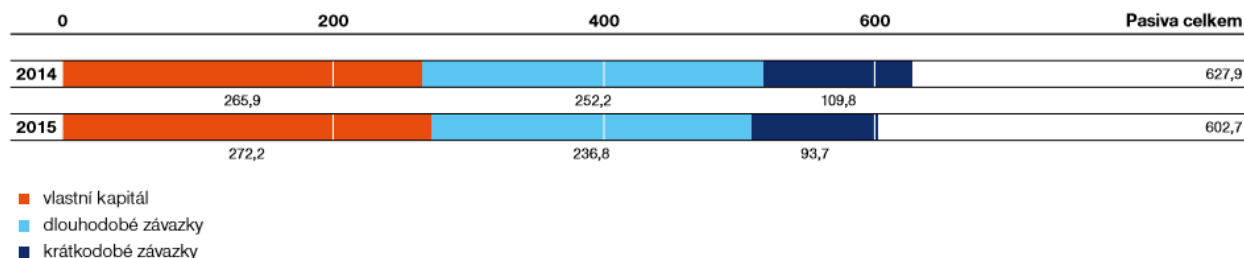


Obrázek 18 Struktura aktiv,
Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Další obrázek popisuje vývoj pasiv v meziročním srovnání. Vlastní kapitál společnosti se zvýšil, takže lze konstatovat, že se snížilo dluhové financování činnosti podniku. To se pak projevilo i na poklesu hodnoty dlouhodobých a krátkodobých závazků.

Podle výroční zprávy ČEZ, a. s. (2016) bylo zvýšení vlastního kapitálu způsobeno čistým ziskem vytvořeným v roce 2015, kdy se tento podílel na zvýšení jeho hodnoty o 20,5 mld. Kč. Přiznané dividendy (kromě dividendy připadající na vlastní akcie) snížily hodnotu vlastního

kapitálu o 21,3 mld. Kč. Vlastní kapitál o 7 mld. Kč zvýšil ostatní úplný výsledek (zejména zajištění peněžních toků o 9,7 mld. Kč, v oblasti realizovatelných cenných papírů o 1,3 mld. Kč. Rozdíly z kurzových přepočtů v hodnotě 2,3 mld. Kč a odložená daň z příjmů související s ostatním úplným výsledkem (1,8 mld. Kč) úplný výsledek snížily. Pokles dlouhodobých závazků (tj. o 15,4 mld. Kč) byl způsoben zejména vlivem změny stavu emitovaných dluhopisů o 19,5 mld. Kč, dlouhodobých derivátových závazků o 3,9 mld. Kč a ostatních dlouhodobých závazků o 0,9 mld. Kč. Pokles dlouhodobých závazků částečně kompenzoval nárůst dlouhodobých bankovních úvěrů o 4,2 mld. Kč, nárůst jaderných rezerv o 2,8 mld. Kč a nárůst odloženého daňového závazku o 1,4 mld. Kč. Zmíněná výroční zpráva ČEZ, a. s. (2016) dále uvádí, že byl pokles krátkodobých závazků způsoben zejména poklesem krátkodobé části dlouhodobého dluhu včetně krátkodobých úvěrů o 11,4 mld. Kč. Dále pak poklesem závazků z obchodních vztahů o 3,5 mld. Kč, rezervami na emisní povolenky o 1,8 mld. Kč, nevyfakturovanými dodávkami o 1,3 mld. Kč. Oproti tomu v rámci této skupiny vzrostly závazky z oblasti daně z příjmů o 0,8 mld. Kč a závazky z krátkodobých derivátových obchodů včetně opcí o 0,6 mld. Kč.



Obrázek 19 Struktura pasiv,

Zdroj: ČEZ, a. s. 2016

Platební schopnost ČEZ, a. s.

Podle výroční zprávy ČEZ, a. s. za rok 2015 (2016) byla platební schopnost organizace na dobré úrovni a společnost (ani její dceřiné společnosti) nevykazovaly nedostatky při hrazení svých závazků. Průměrná splatnost finančních dluhů Skupiny ČEZ byla více než 8 let.

4.3.2. Analýza poměrových ukazatelů

Analýzu poměrových ukazatelů lze provést podle tvrzení Polácha (2012, str. 234), který definuje, že ke stanovení vnitřní ceny akcie, se využívají různé modely, které při výpočtech zohledňují následující fundamentální data:

- *„EPS – čistý zisk na akcii.*
- *P/E – poměr ceny a zisku na akcii.*
- *Growth ukazatele – růst tržeb, zisku, dividend apod.*
- *PEG – poměr ceny a zisku dělený očekávanou mírou růstu zisku.*
- *ROA – podíl zisku a celkového kapitálu.*
- *ROE – podíl zisku a vlastního kapitálu.*
- *ROI – podíl průměrného ročního zisku a celkového vloženého kapitálu.*
- *EBITDA – zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací.*
- *Dividenda – část zisku společnosti vyplacená držitelům akcií.*
- *Dividend Yield – poměr dividendy a ceny akcie v %.*
- *Price/Book – poměr tržní a účetní hodnoty akcie.*
- *Price/Sales – poměr ceny a tržeb na akcii.*
- *Profit margin – poměr čistého zisku a tržeb za posledních 12 měsíců.*
- *Cash flow – rozdíl mezi příjmy a výdaji peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů v podniku.“*

Vybrané ukazatele lze nyní vyhodnotit z hlediska jejich vývoje, tedy rozlišit na pozitivní, negativní a neutrální.

EPS

Ukazatel čistého zisku na akcii průběžně klesá, což lze hodnotit jako negativní trend. Výkonnost podniku je z tohoto ohledu negativní.

P/E

V roce 2015 zaplatil investor za 1 Kč zisku 11,4 Kč. Zatímco v roce 2012 to bylo 8,8 Kč. Hodnota v jednotlivých letech kolísá, ale v posledních dvou obdobích přesahuje hranici 10 Kč. To je negativní zprávou, protože s rostoucí hodnotou ukazatele klesá očekávaná návratnost akcií. Z tohoto důvodu lze tento trend označit jako negativní.

Growth ukazatele

Růst tržeb, zisku, dividend se nevyvíjí pozitivním způsobem, ale jsou zřetelné klesající hodnoty, a to jak u tržeb, zisku, tak i dividend. Ukazatele, tedy nerostou, ale klesají, takže tento vývoj není pozitivní.

PEG

Tento ukazatel nebylo možné kalkulovat, protože očekávaná míra růstu zisku v případě společnosti neexistuje. Naopak očekává se, že bude ziskovost společnosti nadále klesat. Očekávaná klesající míra zisku je potom negativním trendem.

ROA

Tento ukazatel slouží pro vyjádření míry zhodnocení aktiv společnosti financovaných vlastními či cizími zdroji. Organizaci se daří tohoto dodržovat, ale míra rentability aktiv nepřesahuje 10% hranici.

ROE

Na jednu stranu je pozitivní, že se podniku daří dosahovat ziskovosti. Ovšem tento trend je vyhodnocen jako negativní, protože rentabilita neustále klesá.

ROIC

Zde bylo využito ukazatele ROIC – rentability dlouhodobého investovaného kapitálu. Tato přitom dlouhodobě klesá, takže nelze hovořit o pozitivním trendu.

EBITDA

Tento ukazatel zisku každoročně klesá, což opět nelze považovat za pozitivní vývoj.

Dividenda

Výše vyplácené dividendy stagnuje v posledních třech letech, takže lze tento vývoj považovat za neutrální.

Dividend Yield

Hodnota dividendového výnosu je v posledních letech klesajícího charakteru, což značí, že investoři jsou v zisku prostřednictvím investice do akcií, resp. díky vyplácené dividendě.

Nicméně zisk investora nikoliv ve všech případech závisí na dividendě. Klesající míru ukazatele lze i tak vyhodnotit jako negativní trend.

Price/Book value

Ukazatel definuje to, co by organizaci zbylo, kdyby došlo k jejímu prodeji a předtím ještě k uhrazení jejích závazků. Vyšší hodnota vytváří vyšší důvěru v akciový titul. Vývoj tohoto ukazatele je klesající, takže jej nelze považovat za pozitivní.

Tabulka 3 Poměrové ukazatel ČEZ shrnutí

Poměrové ukazatele ČEZ					
	2012	2013	2014	2015	Hodnocení
EPS (Kč)	77,6	67,2	41,9	38,8	Negativní
P/E	8,8	7,7	14,1	11,4	Negativní
Growth ukazatele					Negativní
PEG					Negativní
ROA (v %)	6,8	4,8	3,8	5,8	Neutrální
ROE (v %)	17,4	14,1	8,6	7,6	Negativní
ROIC (v %)	10,5	7,9	6,3	5	Negativní
EBITDA (v mil. Kč)	85776	81994	72498	65104	Negativní
Dividenda (v mld. Kč)	45	40	40	40	Neutrální
Dividend Yield (v %)	5,6	6,7	4,6	4,2	Neutrální
Price/Book value	145,1	107	120,8	88,6	Negativní

Zdroj: vlastní zpracování

Žádný z poměrových ukazatelů nenaznačuje, že je podnik v pozitivní kondici. Výhodou je jeho schopnost generovat zisk, ale klesající tendence zisku, se jistě projeví i na ceně akcií.

Hospodaření podniku v roce 2016

Společnost ČEZ (2017b) informovala o svých výsledcích hospodaření na konci března 2017. Podle informací patří k současným hlavním trendům v energetice stagnace tradiční energetiky, i když stále hraje nepostradatelnou roli. Spotřeba elektřiny stagnuje či klesá, trh vykazuje přebytek a obnovitelné zdroje energie vytlačují klasické zdroje energie. Zároveň působí vysoký tlak na marže ze strany regulátorů a nových hráčů. Největší investiční příležitost představují decentralizovaná řešení a obnovitelné zdroje, které už dosahují nákladové efektivity a těží z rozvoje a vývoje nových účinnějších technologií. U segmentu B2C se projevuje zájem o energii a aktivní řízení spotřeby a vlastní výroby. Zatímco

u segmentu B2B se realizuje outsourcing energetiky a facility managementu. ČEZ aktivně realizuje různá opatření za účelem zmírnění propadu cen elektřiny a oddálení těchto negativních vlivů na podnik. Ukazatel EBITDA vykazoval v roce 2016 zisk ve výši 58,1 mld. Kč (ČEZ, 2017b).

Předseda představenstva a generální ředitel ČEZ Daniel Beneš k tomu v tiskové zprávě dodává: „*Přes pokles výroby elektřiny v jaderných elektrárnách se podařilo v loňském roce navýšit o procento celkovou výrobu elektřiny, a to zvýšenou výrobou v uhelných a plynových zdrojích. Přispěl k tomu zejména stabilní provoz všech tří komplexně obnovených bloků Elektrárny Prunéřov. Ke zlepšení EBITDA o 2 miliardy oproti našemu očekávání ze začátku loňského listopadu přispělo zejména úspěšné dokončení procesu získání certifikátů pro rumunské větrné farmy, výborné obchodní výsledky a optimální disponibilita výrobních zdrojů v závěru roku (ČEZ, 2017b).*“

Pozitivně se projevila vyšší hrubá marže z výroby elektřiny v ČR a z prodeje elektřiny a plynu, a také přiděl certifikátů z let 2013 až 2015 pro farmy větrných elektráren v Rumunsku, dále pak se dařilo snižovat stále provozní náklady. Negativní vliv měl vliv měnového kurzu mezi americkým dolarem a tureckou lirou. Očištěný čistý zisk byl v roce 2016 na úrovni 19,6 mld. Kč (ČEZ, 2017b).

K hlavním důvodům meziročních změn EBITDA mezi lety 2015 až 2016 patří: „*nižší realizační ceny vyrobené elektřiny v ČR včetně pozitivního dopadu zajišťovacích obchodů (- 6,1 mld. Kč), plnění závazku SŽDC (z roku 2010) v roce 2015 vůči ČEZ Prodej na základě rozhodnutí soudu (- 1,1 mld. Kč), pozitivní vliv přidělů certifikátů pro větrné farmy Fantanele Vest a Cogevalac v Rumunsku (+ 1,7 mld. Kč).* (ČEZ, 2017b, str. 12)“

Společnost ČEZ, a. s. pak pro rok 2017 očekává EBITDA ve výši 52 mld. Kč (což je další pokles oproti předcházejícímu období).

Z hlediska prodeje se Skupině ČEZ velmi dobře dařilo na trhu prodeje koncovým zákazníkům, jak potvrzuje tisková zpráva ČEZ (2017b): „*ČEZ Prodej se stal dvojkou na českém trhu dodavatelů zemního plynu. Prodej zemního plynu meziročně vzrostl o 20 %, prodej elektřiny poklesl o 1 % a prodej tepla vzrostl o 8 %. Skupina dále posílila svou roli v oblasti energetických produktů a služeb pro firmy a municipality. Tržby skupiny ESCO vzrostly meziročně o 57 % a v roce 2016 překročily hranici 3 mld. Kč (ČEZ, 2017b).*“

4.3.3. Kvalitativní analýza

Investice ČEZ, a. s.

Výroční zpráva ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016) se podrobněji věnuje i investičním výdajům této společnosti. Nabytí stálých aktiv, včetně kapitalizovaných úroků bylo v roce 2015 na úrovni 31 909 mil. Kč. Tato hodnota je však menší než v roce 2014, kdy dosáhla hodnoty 35 798 mil. Kč. Na tomto poklesu se podílel pokles změny stavu závazků z pořízení stálých aktiv (z 1 345 mil. Kč v roce 2014 na -194 mil. Kč v roce 2015), dále pak pokles hodnoty v souvislosti s nabytím dlouhodobého hmotného majetku (z 33 412 mil. Kč v roce 2014 na 30 573 mil. Kč v roce 2015).

Dále z výroční zprávy ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016) vyplývá, že nabytí dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (CAPEX) podle druhu dosáhlo celkově 31 494 mil. Kč v roce 2015. Rok předtím to bylo 34 412 mil. Kč. Plánované investice společnosti ČEZ, a. s. představuje následující tabulka.

ČEZ, a. s. počítá v dalších letech s řadou investic do svého rozvoje. Nejvýrazněji pak do výroby v České republice, distribuce a prodeje. Jak vyplývá z přehledu, tak se nepočítá s tím, že se budou investice každoročně zvyšovat, ale právě naopak. V posledním roce 2020 bude plánovaná hodnota investic nižší než v roce 2016. Z pohledu investic bude nejnáročnější rok 2018, což bude způsobeno rekordními investicemi do výroby v zahraničí.

Tabulka 4 Plánované investice ČEZ, a. s. podle druhu (v mld. Kč)

Plánované investice ČEZ, a. s. podle druhu (v mld. Kč)					
	2016	2017	2018	2019	2020
Výroba	16,3	13,8	15,3	12,9	11
z toho Česká republika	15,8	11,5	10,8	9,9	10,6
z toho zahraničí	0,5	2,3	4,5	2,9	0,3
Distribuce a prodej	10,9	12,9	12,8	12,9	13
Těžba	2,2	2,3	3,4	3	2,7
Ostatní CAPEX	4,7	3,9	3,7	3,6	3,9
CAPEX celkem	34,2	32,8	35,2	32,4	30,5

Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Z hlediska investic se ČEZ, a. s. (2016) nebrání ani využití nových trendů a investičních příležitostí. Ať už se jedná o investice do projektů vyvíjejících nové technologie, nebo investice do tzv. start-up projektů, které přímo nesouvisí s odvětvím energetiky.

Řízení rizik ČEZ, a. s.

Systém řízení rizik společnost ČEZ, a. s. (2016) velmi aktivně využívá. Rizika kategorizuje do těchto oblastí:

- Tržní riziko – do této kategorie se řadí komoditní rizika, měnová a úroková rizika a objemové riziko produkce obnovitelných zdrojů v zahraničí. Komoditní riziko je spojeno zejména s výrobní marží související s provozem elektráren (existuje fixace hrubé marže, dlouhodobé obchodní kontrakty atd.), dále pak s obchodováním s elektřinou, emisními povolenkami, zemním plynem, černým uhlím, ropou a ropnými produkty (nastavují se finanční limity na odchylky od plánu, poziční limity a pravidla).
- Kreditní rizika – zde spadají například konzervativní pravidla uzavírání obchodů v Evropě, nebo kreditní rizika koncových zákazníků elektřiny a plynu.
- Operační rizika – do této kategorie patří rizika odchylek výroby jaderných a českých uhelných elektráren od plánu, a také dobíhající obnova uhelných zdrojů v České republice.
- Podnikatelská rizika – zde spadají standardní strategické, regulatorní a legislativní rizika, včetně daňových rizik a regulatorních rizik, a to všech zemích, kde ČEZ působí, včetně Evropské unie jako takové.

Další informace o společnosti ČEZ

Dalším zdrojem informací o společnosti může být například rozhovor Brože a Petříčka (2017) s Pavlem Cyraní, který je šéfem divize obchodu ČEZ. Momentálně se organizace snaží najít cesty k tomu, aby nebyla natolik závislá na výrobě elektřiny z uhlí, což souvisí i s nedávným prodejem uhelných elektráren – Tisová a Chvaletice. Současnou strategií společnosti ČEZ je optimální provoz tradiční energetiky, dále pak decentralizovaná energetika (instalace a provoz malých zdrojů) a obnovitelné zdroje. Cíle jsou v souladu s politikou Evropské unie, tedy, že má být většina energetik do roku 2050 kombinací obnovitelných zdrojů a decentralizovaných řešení.

Investiční doporučení k akciím ČEZ, a. s.

V rámci práce lze samozřejmě zhodnotit i názory odborné veřejnosti na aktuální cenu akcií ČEZ, a. s.

Raška (2016) představuje pohled FIO banky na dvanáctiměsíční investiční horizont pro investici do akcií ČEZ (byl publikován v listopadu). Podle analýzy společnosti ČEZ banka doporučuje zvýšit cílovou cenu za 419 Kč na 516 Kč, a také přistupuje ke zvýšení investičního doporučení ze stupně držet, na stupeň koupit. Podle odhadu banky nabízí akcie růstový potenciál až 23 %. Cílovou cenu banka zvyšuje na základě pozitivního trendu ve vývoji tržních cen elektřiny. Banka samozřejmě vnímá krátkodobá rizika (potenciál růstu ceny uhlí), ale jako reálnější hodnotí vznik příležitostí v podobě reformy trhu s emisními povolenkami, což povede ke zvýšení cen silové elektřiny. EBITDA společnosti by měl v letech 2017 až 2020 růst v průměru o 11 % a čistý zisk o 39 %. FIO banka už nepočítá s tím, že bude dividenda v roce 2017 na úrovni 40 Kč, ale stále považuje ČEZ za atraktivní dividendový titul. Zachování současného dividendového modelu (tj. výplata 80 %) znamená, že dojde k výplatě dividendy ve výši 27 Kč na akcii. FIO banka nevyklučuje, že dojde k navýšení výplatního poměru ke sto procentům, což by indikovalo dividendu v příštím roce na úrovni 34 Kč a dividendový výnos 8 %.

Česká tisková kancelář (2017) realizovala průzkum mezi burzovními analytiky, kde se dotazovala na jejich odhad o hospodaření ČEZ v roce 2016 a obecně. Podle většiny burzovních analytiků se podařilo organizaci ČEZ splnit stanovené cíle pro rok 2016. V průběhu tohoto roku organizace ČEZ dvakrát snížila odhad celoročního provozního zisku (EBITDA), a to až na úroveň 56 miliard korun. Důvodem snížení byly zejména prodloužené odstávky jaderných elektráren. Petr Bártek (analytik České spořitelny) tvrdí, že by organizace měla díky dobré produkci z uhelných a plynových elektráren svůj celoroční výhled EBITDA mírně překonat. Čistý zisk byl negativně ovlivněn přeceněním dolarových závazků tureckých dceřiných společností, protože došlo k propadu měnového kurzu turecké liry. Podle tohoto analytika pak Česká spořitelna očekává na úrovni EBITDA mírný pokles zisku, a to na 54 miliard korun českých. Důvodem jsou klesající ceny elektřiny. Naopak pozitivně na zisk působí postupný rozjezd výroby v jaderných elektrárnách. Očištěný zisk pak podle České spořitelny vzroste na 14 miliard korun kvůli vyšším odpisům a úrokovým nákladům. Pokles výsledku hospodaření v roce 2016 očekává i J&T Banka slovy svého analytika Bohumila Trampoty. Projekce této banky odhaduje EBITDA na 51 miliard korun českých a čistý zisk ve výši 12 miliard korun. V této anketě se vyjádřil i analytik z FIO banky, který očekává, že provozní zisk se bude stabilizovat a nedozná výraznějších rozdílů oproti minulému roku.

Sýkora (2017) ze společnosti Patria Finance uvádí zprávu, ve které uvádí, že snižuje cílovou cenu akcií ČEZ na úroveň 395 korun českých a s doporučením redukovat v portfoliu.

Důvodem je růst velkoobchodní ceny elektřiny ve střední Evropě a důvod tohoto růstu v podobě růstu ceny energetického uhlí. Podle Sýkory je cena uhlí nyní na maximu, takže bude klesat, což ovlivní negativně cenu akcií ČEZ v horizontu dalších šesti měsíců (od března 2017). Doporučením je tedy redukce počtu akcií v portfoliu investora. Podle Patria Finance změní ČEZ svoji dividendovou politiku a může vyplatit až 100 % upravených čistých zisků, tj. navrhnout dividendu ve výši 30 až 33 Kč na akcii. Ve hře je i varianta, že stát takovou výši nepřijme a navrhne vyšší dividendu (až 40 Kč). Udržovat dividendu z minulých let však nebude možné bez navyšování čistého zadlužení, resp. bez přiblížení ukazatele čistého dluhu vůči EBITDA blíže k hranici trojnásobku (tento je zase nutný pro udržení stávajícího ratingu ČEZ).

Podle Palata (2016) musí fundamentální analýza přinést informace o makroekonomickém prostředí, o legislativě, zdanění, clech, vládní politice, odvětví (kde podnik svoji činnost realizuje), informace o podniku, informace o zákaznících, trendech a výdajích zákazníků. Předložená fundamentální analýza tato kritéria splňuje.

4.4. Odhad vnitřní hodnoty akcií společnosti ČEZ, a. s

Výroční zpráva ČEZ, a. s. za rok 2015 (2016) představuje akcie pěti společností Skupiny ČEZ, které jsou určeny k obchodování na veřejných trzích:

- ČEZ, a. s.
- ČEZ OZ uzavřený investiční fond a. s. – akcie jsou přijaté k obchodování na regulovaném trhu Burzy cenných papírů Praha.
- Akenerji Elektrik Uretim A. S. – akcie jsou volně obchodované na burze cenných papírů v Istanbulu.
- CEZ Elektro Bulgaria AD – akcie jsou obchodovány na burze cenných papírů BSE.
- CEZ Razpredelenie Bulgaria AD – akcie jsou obchodovány na burze cenných papírů BSE.

Podrobněji zde budou rozebrány akcie společnosti ČEZ, a. s.

Akcie ČEZ, a. s.

Jak vyplývá z výroční zprávy ČEZ, a. s. pro rok 2015 (2016), tak k 31. 12. 2015 činila celková výše základního kapitálu ČEZ, a. s., celkem 53 798 975 900 Kč. Základní kapitál společnosti byl tvořen 537 989 759 kusů akcií o jmenovité hodnotě 100 Kč.

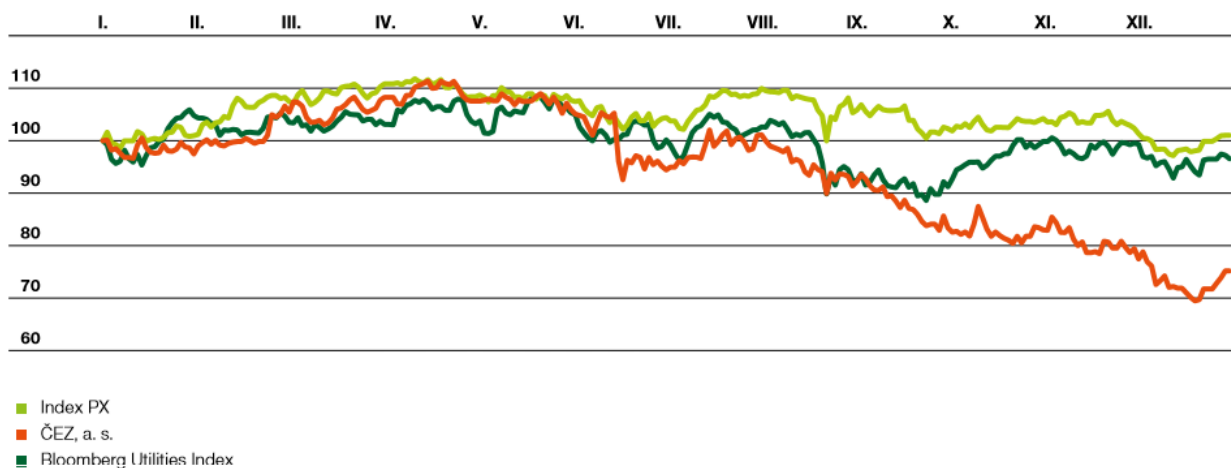
Strukturu akcionářů představuje následující tabulka. Akcionáře ČEZ, a. s. rozděluje na právnické a fyzické osoby. Jak vyplývá ze statistických údajů, tak v rámci strukturu převažuje vlastnictví akcií právnickými osobami, a to v obou sledovaných obdobích. Podíl na základním kapitálu pak výrazně ovlivňuje i podíl na hlasovacích právech, kdy ČEZ, a. s. tuto výhodu nepoživá. Fyzické osoby se na základním kapitálu podílejí na úrovni 6,69 %, resp. 8,78 % ke konci roku 2015.

Tabulka 5 Struktura akcionářů podle typu subjektu

Struktura akcionářů - podle typu subjektu (v %)				
	Podíl na základním kapitálu (k 31. 12. 2014) v %	Podíl na hlasovacích právech v %	Podíl na základním kapitálu (k 31. 12. 2015) v %	Podíl na hlasovacích právech v %
Právnické osoby celkem	93,31	93,26	91,22	91,16
Z toho z ČR	68,78	70,29	69,78	70,27
Z toho ČEZ, a. s.	0,72	0	0,7	0
Z toho ostatní PO	22,81	22,97	20,74	20,89
Fyzické osoby celkem	6,69	6,74	8,78	8,84

Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Následující graf popisuje vývoj ceny akcie ČEZ v komparaci s vývojem indexu PX a Bloomberg Utilities Index. Jedná se o údaje z roku 2015. Už na první pohled je patrné, že vývoj ceny akcie v relativním vyjádření kolísal, ale převažoval trend snižování ceny, a to velmi výrazně v období mezi červnem a červencem 2015. Takto negativní trend u indexu PX či Bloomberg Utilities Index nebyl zaznamenán.

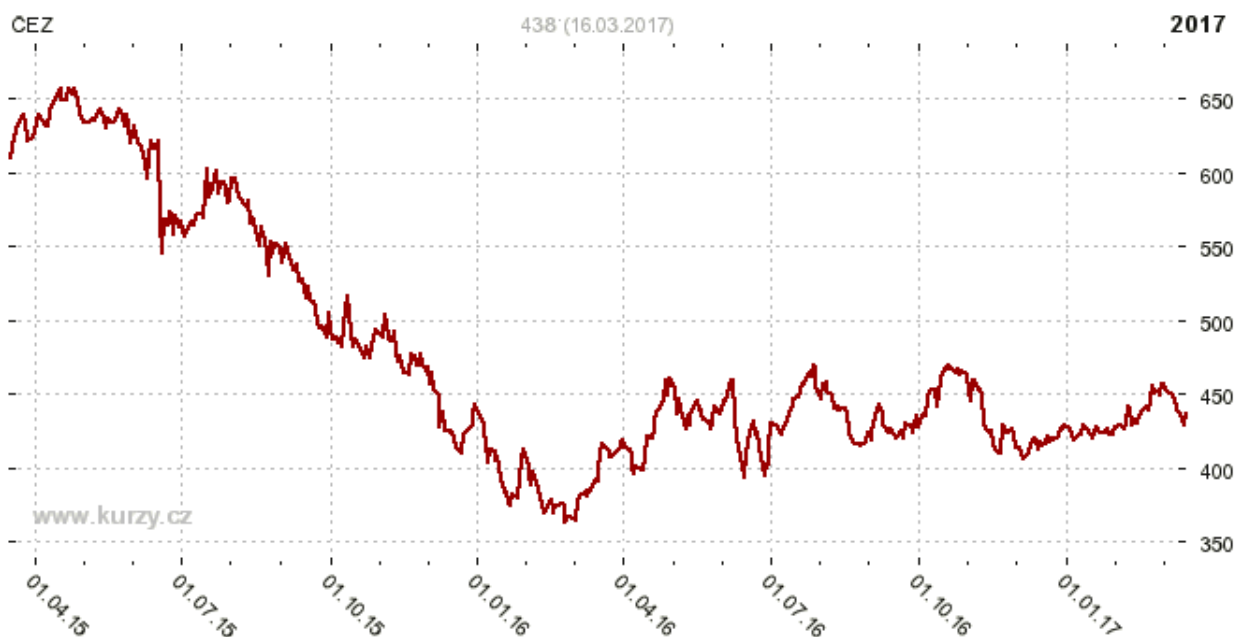


Obrázek 20 Vývoj ceny akcií ČEZ v roce 2015 v %,

Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Další obrázek navazuje na předešlý graf a zobrazuje vývoj ceny akcií ČEZ, a. s. v roce 2016 a v prvních měsících roku 2017, a to v českých korunách. Je zřejmé, že cena v daném období výrazně klesala, až se ustálila okolo hodnoty 450 Kč. Od července 2016 docházelo pouze k mírným výkyvům, a to zejména související s poklesem ceny. Hranice 450 Kč za akcii byla dosažena pouze ojediněle.

Podle informací z investorského portálu kurzy.cz (2017) byla cena akcie ČEZ, a. s. k 17. 3. 2017 na úrovni 438 Kč, a to na Burze cenných papírů Praha.



Obrázek 21 Vývoj akcií ČEZ, a. s. 2015 až březen 2017, Zdroj:

V další tabulce jsou uvedené výstupy ukazatelů, které souvisí s akcemi ČEZ, a. s., a to pro období let 2014 a 2015. Při komparaci výsledků je patrné, že došlo poklesu čistého zisku na akcii, ale přitom se nezměnila hodnota dividendy na akcii. Přiznané dividendy dosahují v obou letech stejné hodnoty 21,4 mld. Kč.

Podíl dividend na konsolidovaném čistém zisku očištěném předchozího roku se v roce 2015 zvýšil oproti roku 2014, a to z úrovně 56 % na 72,6 %. Cena akcií ČEZ, a. s. se v roce 2014 pohybovala v rozmezí minima od 490 Kč, až po 663 Kč, aby celý rok zakončila na hodnotě 591 Kč (cena k 31. 12. 2014). V roce 2015 se jednalo o rozmezí ceny na úrovni minima 410,8 Kč, až maxima 658 Kč. Rok 2015 byl zakončen cenou akcie na úrovni 444,3 Kč (cena k 31. 12. 2015). Jak je vidět z komparace, tak rok 2015 nebyl pro obchodování s akcemi ČEZ, a. s., natolik úspěšný. I objem obchodů s akcemi ČEZ na Burze cenných papírů Praha poklesl v meziročním srovnání, a to z hodnoty 62,1 mld. Kč v roce 2014, na hodnotu 60,7 mld. Kč v roce 2015.

Počet registrovaných akcií v obou letech zůstal na stejné úrovni, a to 537 990 ks. Z toho byl v roce 2014 počet 3 875 tis. vlastních akcií. V dalším roce se tento počet snížil na 3 755 tis. vlastních akcií.

Počet akcií ČEZ, a. s. v oběhu se v roce 2014 pohyboval na úrovni 534 115 tis. kusů. V dalším roce se jednalo o 534 235 tis. kusů. Objem akcií v oběhu, tak mírně vzrostl.

Poměr tržní ceny a výnosy (P/E) se mezi roky 2014 až 2015 snížil, a to z hodnoty 14,1 na hodnotu 11,4. Účetní hodnota na akcii se zvýšila ve sledovaném období, a to ze 489,2 Kč na 501,5 Kč.

Naopak se ve sledovaném období snížil poměr tržní a účetní hodnoty. Z 120,8 % poklesl tento poměr na 88,6 %. Celkový výnos akcionářů se tímto snížil.

Tržní kapitalizace se pak snížila mezi rokem 2014 až 2015, a to z hodnoty 315,7 mld. Kč na 237,4 mld. Kč.

Tabulka 6 Ukazatele související s akcemi ČEZ, a. s.

Ukazatele související s akcemi ČEZ, a. s.		
	2014	2015
Čistý zisk na akcii (Kč/akcie)	41,9	38,8
Dividenda na akcii (Kč/akcie)	40	40
Přiznané dividendy (mld. Kč)	21,4	21,4
Podíl dividend na konsolidovaném čistém zisku očištěném předchozího roku (v %)	56	72,6
Cena akcie - roční maximum (v Kč)	663	658

Cena akcie - roční minimum (v Kč)	490	410,8
Cena akcie na konci roku (v Kč)	591	444,3
Objem obchodů s akciemi ČEZ na BCPP (mld. Kč)	62,1	60,7
Podíl akcií ČEZ na objemu obchodů na BCCP (v %)	39,2	35,2
Počet registrovaných akcií (v tis.)	537 990	537 990
Počet vlastních akcií (v tis.)	3 875	3 755
Počet akcií v oběhu (v tis.)	534 115	534 235
Poměr tržní ceny a výnosu (P/E) (v jednotkách)	14,1	11,4
Účetní hodnota na akcii (v Kč)	489,2	501,5
Poměr tržní a účetní hodnoty (v %)	120,8	88,6
Celkový výnos akcionářů (v %)	22,1	-18
Tržní kapitalizace (mld. Kč)	315,7	237,4

Zdroj: ČEZ, a. s., 2016

Mezitímní konsolidovaná účetní závěrka ČEZ, a. s. (I. až III. čtvrtletí 2016)

Z mezitímní konsolidované účetní závěrky ČEZ, a. s. (2017) vyplývá, že zisk před zdaněním v období od ledna do září 2016 dosáhl 18 261 mil. Kč. Ve stejném období předchozího roku to bylo 20 889 mil. Kč, takže tento ukazatel v roce 2016 poklesl. To se pak projevilo i na ukazateli zisku po zdanění, který byl v roce 2015 na úrovni 16 662 mil. Kč ve zmíněném období. V roce 2016 ve stejném období to bylo 14 442 mil. Kč. Ukazatel EBITDA byl v daném období roku 2016 na úrovni 43 757 mil. Kč. V předcházejícím roce to bylo 48 379 mil. Kč. Čistý zisk na akcii přiřaditelný na podíly akcionářů mateřského podniku byl v roce 2015 na úrovni 27 Kč (ve zkoumaném měsíčním období). V roce 2016 to bylo 31,2 Kč na akcii. Jak ČEZ, a. s. (2017) uvádí, tak tyto výsledky mohou být způsobené sezóností, protože výnosy v segmentech Výroby tradiční a nové energetiky rostou v I. a IV. čtvrtletí kalendářního roku.

4.4.1. Dividendový diskontní model

Vnitřní hodnota akcie ČEZ, a. s. zde bude spočítána s využitím dividendového diskontního modelu. Pro jeho využití je nutné identifikovat dividendu ČEZ vyplácenou v jednotlivých letech, požadovanou výnosovou míru a tempo růstu dividendy.

V roce 2015 byla vyplacena dividendy ve výši 40 Kč, ale všeobecně se očekává (podle investičních doporučení), že dojde k poklesu vyplácené dividendy v dalších letech. V modelu lze využít očekávanou dividendu ve výši 27 Kč (tato odpovídá informacím z doporučení FIO

banky). ČEZ, a. s. na konci března 2017 informoval, že pravděpodobně vyplatí dividendu 33 Kč za akcii, ale informace má být ještě potvrzena v dubnu (až po odevzdání této práce). Je tedy vhodné kalkulovat s hodnotou 27 Kč s tím předpokladem, že stejně bude mít hodnota vyplácené dividendy klesající tendenci.

Klesající tendence bude v budoucnosti ještě podpořena tím, že bude organizaci klesat ziskovost (podle očekávání a výstupů z fundamentální analýzy).

Požadovaná výnosová míra je investorem stanovena na 10 %. Tato výnosová míra se skládá z aktuální bezrizikové prémie, tržní prémie vycházející z požadavku investora. Bezriziková prémie (aktuální výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let) je 0,68 %. Tržní prémie je potom 9,32 %. Z hlediska tempa růstu dividendy lze očekávat, že bude pouze velmi mírně růst. To je dáno subjektivním zhodnocením výstupů z fundamentální analýzy. Investor očekává růst o 1 %. Toto očekávání investora (1 %) patrně nepřesáhne míru inflace. To je riziko investora. Organizace není nijak povinná zohlednit míru inflace při výplatě dividend.

Vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty akcie má tuto podobu =
dividenda vyplácená v jednotlivých letech * (1+tempo růstu dividendy / požadovaná výnosová míra – tempo růstu dividendy).

V konkrétním vyjádření se pak vnitřní hodnota akcie = 27 Kč * (1+0,01 / 0,1-0,01) = 303 Kč.

Vnitřní hodnota akcie ČEZ se v současnosti podle tohoto výpočtu rovná hodnotě 303 Kč. Aktuální hodnota je přitom 417 Kč na Burze cenných papírů Praha. To naznačuje, že by měla cena akcie ČEZ v budoucnosti dále klesat. Tomuto odpovídají i výstupy z globální, odvětvové a fundamentální analýzy ČEZ. Lze předpokládat, že bude cena akcie i nadále klesat.

V teoretické části jsou uvedené typické situace, kdy má kurz akcie klesat: když poklesne zisk podniku, jeho obrat, hodnota vyplácené dividendy. V některých případech může dojít i ke vzniku mimořádných situací (například zásahu vyšší moci – nehod, požárů atd.) Svůj vliv má na pokles i zveřejnění negativních informací o podniku, vznik významných politických problémů, zvýšení úrokových sazeb a převis nabídky na trhu.

Je zřejmé, že uvedené situace se dotýkají i společnosti ČEZ, takže lze očekávat pokles ceny jejich akcií i z tohoto hlediska. Tento argument podporuje klesající hodnota zisku, či klesající

hodnota vyplácené dividendy, převis nabídky na trhu, ale i řada dalších faktorů, které jsou zmíněné v rámci realizace fundamentální analýzy.

Je však nutné pamatovat, že obchody na akciových trzích se primárně nerealizují jen z důvodu získání dividendy, ale spíše z důvodu zisku prostřednictvím nákupu a prodeje akcií. Užití dividendového diskontního modelu je spojeno i s několika nedostatky, na které je nutné při jeho interpretaci pamatovat. Dividendový diskontní model nelze použít pro stanovení vnitřní hodnoty akcie v případě, kdy společnost vyplácí malé nebo žádné dividendy. Toto pravidlo se na ČEZ nevztahuje. Dále nelze dividendový diskontní model využít pro delší časové období, protože předpokládá přesnou prognózu dlouhodobé růstové míry dividend. V této práci se realizuje odhad pouze na krátké období při předpokladu, že míra vyplácené dividendy bude klesat. Požadovaná výnosová míra se složitě stanovuje, protože organizaci ovlivňuje velké množství faktorů, které je obtížné předpokládat. V rámci kalkulace byla požadovaná výnosová míra stanovena subjektivně. Posledním argumentem proti použití dividendového diskontního modelu je tvrzení, že jej nelze využít pro mimořádně růstové společnosti, kde je růstová míra větší nebo rovna požadované výnosové míře. Tato podmínka se na akcie ČEZ nevztahuje.

4.4.2. Diskontní model na bázi CF

Model diskontovaných volných peněžních toků FCFE – free cash flow to equity

Podkladová data pro model diskontovaných volných peněžních toků udává následující tabulka. Výpočet je realizován pro roky 2016 až 2021. Data jsou ještě doplněna o historický vývoj z let 2013 až 2015. Odhad pro roky 2016 až 2021 je potom znásoben subjektivním koeficientem, který respektuje právě vývoj v předcházejících letech. Cash-flow z provozních aktivit v dosavadních letech rostlo, takže se očekává i jeho růst v následujících letech. To platí i o snižování cash-flow z investičních aktivit. Naopak se očekává zhoršený vývoj v oblasti cash-flow z investiční činnosti. Čistá změna hotovosti pak bude záporná, což výrazně ovlivní budoucí hodnotu akcií. Model se zaměřuje na období roku 2021 ve své první fázi. Diskontní sazba byla určena jako 6 %. Požadovaná výnosnost je potom 10 %. Ve druhé fázi je využito

Gordonova konstantního modelu, který kalkuluje hodnotu akcie při konstantním růstu do nekonečna.

Tabulka 7 Model FCFE pro akcie ČEZ

Model FCFE pro akcie ČEZ										
	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Celkem
Cash-flow z provozních aktivit	71 997	70 675	72 579	76 208	80 018	84 019	88 220	92 631	97 263	
Cash-flow z investičních aktivit	-39 800	-34 647	-31 570	-29 992	-28 492	-27 067	-25 714	-24 428	-23 207	
Cash-flow z finanční činnosti	-25 541	-40 893	-47 374	-52 111	-57 323	-63 055	-69 360	-76 296	-83 926	
Čistá změna hotovosti plus zaplacené dividendy	8 669	-2 851	-4 350	-5 895	-5 796	-6 103	-6 854	-8 093	-9 870	
Volné peněžní toky (FCF)	21 336	21 320	21 309	21 309	21 309	21 309	21 309	21 309	21 309	
Průměrný počet akcií	30 005	18 469	16 959	15 414	15 513	15 206	14 455	13 216	11 439	
Volné peněžní toky na akcii (Kč)	534 115	534 179	534 277	534 277	534 277	534 277	534 277	534 277	534 277	
Diskontní faktor	18	29	32	35	34	35	37	40	47	
Současná hodnota FCF (1. fáze)				1,06	1,18	1,32	1,48	1,66	1,86	
Současná hodnota FCF (2 fáze)				32,6997	29,1872	26,6179	24,9739	24,3539	25,111	162,944
Fundamentální hodnota (Kč)										715
Roční cílová hodnota (Kč)										877,944
										974,517

Zdroj: vlastní zpracování s daty ČEZ, 2016

Prostřednictvím projekce peněžních toků na bázi diskontovaného cash-flow byla určena fundamentální hodnota akcie společnosti ČEZ na 877,944 Kč. Roční cílová hodnota je potom (při připočítání očekávané výnosnosti) 974,517 Kč.

Podle tohoto je potom momentálně hodnota akcie podhodnocená. Při detailnějším pohledu na výstupy fundamentální analýzy a na podobu výpočtu je zřejmé, že je tato cena v podstatě nereálnou.

Plně se v tomto případě projevuje nedostatek diskontních modelů, který spočívá v tom, že se musí odhadovat budoucí vývoj a vstupní údaje, tedy nejsou reálné, ale pouze subjektivní. Jednotlivé ukazatele (cash-flow atd.) se mohou v dalších letech vyvíjet zcela odlišně, což znamená, že i získaná hodnota bude zcela odlišná. Z tohoto důvodu už nemusí být model diskontován o WACC. Kalkulovanou hodnotu akcie nelze pokládat za reálnou. Prakticky žádný faktor nenaznačuje, že by měla cena akcií společnosti ČEZ růst v budoucích šesti letech.

Výsledky a diskuze

ČEZ, a. s. působí v energetickém odvětví, které má řadu specifík. Tato specifika pak ovlivňují hodnotu akcií podniku. Energetické odvětví v České republice má oligopolní strukturu a navíc zde existují poměrně vysoké bariéry vstupu na trh, ať už se jedná o finanční nároky, nebo nutnost splňovat platná legislativní pravidla, včetně regulační pravidel.

V rámci diskuze lze provést nejprve SWOT analýzu z pohledu potenciálního investora.

SWOT analýza

V rámci zpracování práce lze realizovat i tzv. analýzu silných stránek, slabých stránek, příležitostí a hrozeb. Tuto analýzu lze zpracovat z pohledu potenciálního investora do akcií ČEZ. Analýza obsahuje faktory, které mají vliv na pohyb ceny (či hodnoty) akcií, a to zejména v blízké budoucnosti. Jedná se o nedílnou součást fundamentální analýzy, proto je nutné SWOT analýze věnovat zvýšenou pozornost.

Za silné stránky lze označit:

- Tržní postavení – působí na trhu oligopolního charakteru, s velkými bariérami vstupu na trh. Jedná se o výhodu, která podniku umožňuje soustředit se na vlastní rozvoj spíše než na konkurenční boj s jinými subjekty. Na druhou stranu mají zákazníci přístup i k jiným substitučním produktům, takže tato silná stránka neposkytuje výraznou konkurenční výhodu. Přesto z ní lze vycházet při budování strategie podniku. Záleží pak na konkrétním investorovi, jestli tuto skutečnost bude posuzovat buď z pozitivního úhlu pohledu, nebo z negativního úhlu pohledu.
- Portfolio produktů – struktura služeb a produktů spolu úzce souvisí a organizace se snaží obsáhnout celý dodavatelsko-odběratelský řetězec. Zároveň v poslední době sleduje trendy v odvětví a snaží se přizpůsobit předpokládanému vývoji v odvětví. Tato silná stránka má velký potenciál pro budoucí růst. Pro investory je tento stav pozitivní zprávou.
- Přístup k inovacím a hledání nových tržních příležitostí – organizace je velmi aktivní, což vytváří potenciál budoucího zvýšení zisku. Zároveň je pro investory dobrým signálem, že chce podnik pokračovat v budoucím stabilním růstu. Nikoliv pouze jednorázově vytěžit současné zdroje (např. uhlí) a odejít z trhu.

- Jaderná energie – podnik je producentem jaderné energie, která je nyní a v budoucnosti má stále být pilířem tuzemského energetického mixu. Z tohoto poplynou podniku stálé příjmy. Pro některé investory může být toto pozitivním důvodem k investici.

K slabým stránkám organizace se řadí:

- Klesající ziskovost společnosti – každoročně klesá zisk společnosti. Pro investory to může být signálem, že se podniku přestává dařit, nebo že postupně ztrácí konkurenceschopnost, popř. je celé odvětví v útlumu.
- Investice do uhelných elektráren, které nejsou nyní žádoucí – v minulosti provedl podnik výrazné investice do uhelných elektráren, které jsou ovšem na ústupu a postupně budou ztrátové. Pro investory to může být signálem, že má podnik špatnou investiční strategii a nedokáže odhadovat tržní příležitosti a hrozby.
- Špatné výsledky na zahraničních trzích – podniku se prozatím nedaří dobře prosadit na zahraničních trzích, což může naznačovat, že organizace není schopná odhadnout správně všechna rizika a přizpůsobit se situaci na těchto trzích. Pro jednu skupinu investorů to může být signálem pro odmítnutí investice (podniku v důsledku špatných kroků při expanzi vznikají zbytečné náklady a snižuje se ziskovost). Pro druhou skupinu investorů to může být pozitivním bodem při zvažování investice. Mohou spekulovat, že se hospodaření v zahraničí zlepší, a tedy společnosti vzroste zisk. U hodnocení této slabé stránky, tak závisí na přístupu konkrétního investora.

K příležitostem společnosti patří:

- Jaderná energie – další rozvoj jaderné energetiky bude přínosem pro konkurenceschopnost podniku a jeho tržby. Pro investory je to určitě pozitivní zpráva. Pokud ovšem dojde ke vzniku této příležitosti.
- Podpora státu – současná vláda v České republice počítá s podporou rozvoje jaderné energie a menšími investicemi do obnovitelných zdrojů. Pro investory a organizaci to vytváří příležitost. Je však nutné vzít v úvahu, že se může situace po volbách změnit.

K hrozbám pro organizaci se řadí:

- Další legislativní zatížení – další legislativní zatížení může znamenat nutnost vzniku dalších nákladů nebo omezení činnosti organizace. Investoři musí s tímto potenciálním problémem počítat. V odvětví energetiky tak velmi silně působí různé regulace, které mají formu legislativních nařízení. Vliv tohoto se pak projevuje i v rámci zkoumaného podniku.
- Vývoj cen na trzích – podnik v podstatě nemůže ovlivňovat ceny a je závislý na externích vlivech při jejich sestavení.
- Ekonomická situace v Evropské unii – růst ekonomiky je v Evropské unii jen pozvolný a velmi rozdílný v jednotlivých zemích.
- Regulace sektoru ze strany Evropské unie – Evropská unie realizuje strategii, která má postupně vytvořit tržní situaci, kdy bude většina energie vyráběna z obnovitelných zdrojů.
- Zájem o energetickou soběstačnost – pomalu roste poptávka po energetické soběstačnosti u domácností, což samozřejmě snižuje prostor pro uplatnění podniku.
- Zájem o technologie snižující energetickou spotřebu – vytváří podobnou situaci jako předchozí hrozba.
- Kritika dominantního postavení ČEZ – kritika dominantního postavení ČEZ může přinutit vládu, že přestane podnik podporovat a vytvářet strategii, která respektuje strategii podniku, popř. odstraňovat některé z regulací trhu za účelem snížení oligopolního postavení.
- Výkyvy počasí – samozřejmě, že k hrozbám patří i výkyvy počasí, které ovlivňují spotřebu energií u domácností. Na druhou stranu se však nemusí jednat prioritně o hrozbu, protože nižší teploty mohou zvýšit poptávku po energiích.

Z vyhodnocení SWOT analýzy vyplývá, že podniku hrozí celá řada různých hrozeb. Přitom v interním prostředí se nevyskytuje vysoký počet slabých stránek, ale v podstatě, ani velký počet silných stránek. Jejich podobu by však měl využít pro odstranění potenciálu hrozeb. Pro investora je vysoký počet hrozeb varováním, že se podnik nevyskytuje v pozitivním externím prostředí a pro přežití bude potřebovat dostatečně zkušený management a celou řadu dalších relevantních zdrojů. Tomuto riziku by pak měla odpovídat výnosnost akcií.

V rámci zpracování práce došlo k definování těchto hypotéz. Nyní lze provést jejich vyhodnocení:

- H₁: Akcie společnosti ČEZ, a. s. jsou momentálně (k březnu 2017) nadhodnocené. Tato hypotéza nebyla potvrzena či vyvrácena prostřednictvím kalkulace vnitřní hodnoty akcií, ale lze se přiklonit k názoru, že je cena akcií skutečně nadhodnocená. To z toho důvodu, že lze kalkulaci doplnit informacemi, které se podařilo získat zhodnocením dalších faktorů v rámci fundamentální analýzy. Na jejich základě lze konstatovat, že nelze očekávat další růst ceny akcií ČEZ v dohledné době.
- H₂: Vnitřní hodnotu akcie lze pouze subjektivně odhadovat. Tato hypotéza byla potvrzena. O tomto problému hovoří například Gladiš (2015), Sojka a Dostál (2008, str. 12). Pro potvrzení hypotézy hovoří i praktická část práce, kdy se realizoval výpočet vnitřní hodnoty akcie. Nebylo možné využít pouze objektivní údaje a data, ale také bylo nutné využít různé odhady.
- H₃: Poznatky z historického vývoje akciových trhů lze uplatnit i na akcie ČEZ, a. s. Tato hypotéza byla částečně potvrzena. Tento historický vývoj akciových trhů lze charakterizovat podle Gladiše (2005, str. 18-21). Podle tohoto vývoje mají akcie historicky dlouhodobý rostoucí trend, ale střídají se výrazně období růstu a poklesu a celý pohyb akcií není pravidelný. Dlouhodobě platí, že akciový trh poskytuje atraktivní výnosy, ale autor Gladiš (2005, str. 19) říká, že je vhodnější nakupovat jednotlivé akcie. Z tohoto pohledu lze konstatovat, že akcie ČEZ zažívají různé výkyvy, ale momentálně mají klesající trend. Z tohoto pohledu nemohou dlouhodobě zajišťovat dlouhodobou ziskovost.

4.5. Doporučení či nedoporučení ke koupi

Kalkulace vnitřní hodnoty byla provedena v rámci práce dvěma způsoby, kdy lze za vhodnější považovat metodu dividendového diskontního modelu. Ani tato metoda však není bez chyby, a proto je vhodné hodnoty subjektivně komparovat s požadavky zjištěnými v průběhu realizace fundamentální analýzy, ať už globální, odvětvové či podnikové.

Z globální fundamentální analýzy vyplynulo, že makroekonomické indikátory se nevyvíjí ve prospěch růstu ceny akcie ČEZ, a. s. Například globální růst ekonomiky zpomaluje, ale ani na úrovni Evropské unie není situace příliš příznivá. Velmi snadno zde může dojít k ekonomickému poklesu, který se pak projeví v poptávce a ve snížení kupní síly obyvatelstva. Neustále se objevují problémy v podobě velké diference v ekonomickém vývoji

jednotlivých zemí, ve ztrátě konkurenceschopnosti, v nízkém tempu investic či je vysoká míra zadluženosti veřejného a soukromého sektoru. Nepříznivá je i situace související s vývojem cen energií, ať už elektřiny, uhlí či plynu. Navíc ceny ovlivňují i emisní povolenky. Propady cen jsou u některých komodit až třetinové v meziročním srovnání let 2014 až 2015. Například cena uhlí se snížila až o 32,9 %, cena ropy o 30,5 % atd. Pozitivně může na organizaci ČEZ působit přístup České republiky, kdy vláda přijala několik strategických koncepčních dokumentů, které počítají s podporou organizace v dalších letech a zavazují se k podpoře jaderné energie, která generuje společnosti podstatnou část tržeb. Zároveň koncepce definují oblasti energetiky, které chce stát rozvíjet, takže se může ČEZ na tuto skutečnost připravovat. Už nyní je koncepce v souladu s vizí ČEZ. Nicméně stát nevytváří pro ČEZ pouze pozitivní podmínky pro jeho rozvoj, ale jeho činnost reguluje více než deseti různými legislativními předpisy. V rámci globální analýzy akcií ČEZ, a. s., že se například změna hrubého domácího produktu příliš nereflektuje do změny poptávky po elektřině. Předpoklad Ministerstva financí, že bude růst hrubý domácí produkt České republiky, tak lze vyhodnotit jako neutrální informaci ve vztahu k případnému růstu ceny akcií společnosti ČEZ. To platí i o inflaci či nezaměstnanosti. Zahraniční obchod realizuje ČEZ jen ve velmi omezené míře a má podobu akvizic na různých zahraničních trzích nebo provozu dceřiných společností na těchto trzích. Bez ohledu na vývoj makroekonomických ukazatelů zahraničního obchodu se společnost ČEZ nedaří dosáhnout na těchto trzích úspěchu, což je dáno pravděpodobně špatným zvážením případných rizik, která se na tomto trhu vyskytují.

Odvětvová analýza se zaměřila na prognózu vývoje ve sledovaném odvětví. Celý globální energetický sektor je v určitém útlumu a v podstatě se daří pouze sektoru výroby energie z obnovitelných zdrojů. V budoucnosti bude nejvíce odvětví ovlivněno technologickou inovací, vládní politikou a nižším růstem spotřeby. ČEZ se ve své strategii snaží na vznik uvedených faktorů připravit a realizuje různé strategické kroky ke zmírnění negativních dopadů těchto kroků na svoji činnost. I společnost ČEZ očekává, že bude nutné v budoucnosti přeorganizovat portfolio jejich činností. Pro investory se jedná o pozitivní zprávy, protože organizace, která nedbá trendů v tržním prostředí a nevyhledává tržní příležitosti, nemůže v dlouhodobém horizontu dosahovat požadovaného úspěchu. Neustálé regulace vedou k tomu, že tržní prostředí není stabilní a nelze realizovat žádné dlouhodobé strategie, protože neustále dochází k umělému narušování tržního prostředí. Pro investory se nejedná o pozitivní zprávu. Růst odvětví (či organizace) může být uměle brzděn právě těmito opatřeními. Už bylo řečeno, že se významně na růstu hodnoty akcií (resp. i výkonnosti organizace) podílí růst ceny

elektřiny. Tento průběžně kolísá (podle dat z roku 2014 až 2017), ale ojedinělé výkyvy směrem nahoru jsou natolik krátké, že jejich prostřednictvím nelze realizovat vysoký zisk. Naopak v dlouhodobém horizontu je cena elektřiny klesajícího trendu, takže ovlivňuje hodnotu akcií společnosti negativním způsobem. Jako další faktor byla zkoumána konkurenční pozice podniku ČEZ ve svém odvětví. Jedná se o odvětví oligopolního charakteru, ve kterém působí pouze několik různých a konkurenčních společností. Z hlediska ceny akcií, čistého zisku či EBITDA (očekávaného v roce 2017 oproti roku 2016) patří zkoumaná společnost mezi tržní lídry. Pro investory to může být dobrým signálem, protože pokud chtějí investovat do energetického sektoru, tak zde patří ČEZ k nejvýkonnějším akciovým titulům a celkově společností v tomto odvětví.

Podniková fundamentální analýza byla zpracována pro společnost ČEZ, a. s., která je integrovaným seskupením společností působících v zemích střední a jihovýchodní Evropy či v Turecku. Společnost se zabývá výrobou, distribucí, obchodem a prodejem v oblasti elektřiny a tepla, obchodu a prodeji zemního plynu a v těžbě uhlí. Bylo zjištěno, že společnost patří k největším organizacím v České republice a aktivně se věnuje vlastnímu rozvoji a hledání nových tržních příležitostí. Do roku 2020 se společnost chystá investovat do vlastního rozvoje přes 50 mld. Kč. Nicméně se očekává, že bude výkonnost společnosti klesat, což se projevuje už v dnešní době. Pro investory může být důležitou součástí fundamentální analýzy i informace o tom, jestli získává společnost rating od ratingových agentur. Společnost ČEZ považována za jednu z mála stabilních energetických firem, které mají navíc i nízkou míru zadlužení. Agentura Standard & Poor's udělila Skupině ČEZ ratingové hodnocení A- se stabilním výhledem. Ratingová agentura Moody's Investors Service Ltd. snížila v roce 2015 ratingové hodnocení o jeden stupeň na A3 se stabilním výhledem (z předchozího A2 s negativním výhledem). V roce 2016 agentura Moody's Investors Service Ltd. opět snížila svoje hodnocení o jeden stupeň na Baa1 se stabilním výhledem. Důvodem změny hodnocení byl v obou případech trend poklesu cen silové elektřiny. V prosinci 2016 agentura Standard & Poor's potvrdila rating ČEZ na úrovni A- se stabilním výhledem.

Zisk společnosti ČEZ klesá kvůli celé řadě různých externích faktorů. Zejména se jedná o pokles realizačních cen vyrobené elektřiny. Na cenu elektřiny nemá ČEZ téměř žádný vliv, což je způsobeno specifiky odvětví, ve kterém působí. Ceny prodávané elektřiny se řídí poptávkou a nabídkou na integrovaném evropském trhu a nejsou nijak ovlivnitelné ze strany organizace ČEZ, a. s. Dalším faktorem snižující ziskovost jsou různé regulační opatření ze

strany Evropské unie a České republiky, a také samozřejmě změny v poptávce, kdy se spotřebitelé nebrání využití různých decentralizovaných energetických řešení. Jako velký problém se v této souvislosti vyznačuje výroba energie z uhlých zdrojů. Hnědohelná energetika může do deseti až patnácti let zaniknout a hrozí, že se tímto nepodaří zajistit organizaci ČEZ návratnost plynoucí z investic do získání této formy energie.

Zkoumané poměrové ukazatele se nevyvíjí pozitivním způsobem, resp. žádný z těchto ukazatelů se pozitivním způsobem nevyvíjí. To opět dokládá, že se podniku přestává dařit a jen stěží bude navazovat na výsledky z minulých období.

Konečné doporučení

Na základě veškerých informací vyplývajících z této práce lze investorům definovat následující doporučení: Akcie společnosti ČEZ, a. s. momentálně nelze doporučit ke koupi. V blízké době nelze očekávat, že bude hodnota akcií společnosti růst. S případným růstem není možné počítat dříve než za období 7 až 8 let, kdy se projeví výsledky současné strategie a bude zřejmé, jestli se společnost dokázala flexibilně přizpůsobit změnám odvětví energetiky, kdy tyto změny zcela podstatně proměňují podobu celého odvětví a přizpůsobení se vyžaduje vysokou míru restrukturalizace. Do této doby nelze považovat akcie společnosti za nástroj k tvorbě výrazného zisku. Na druhou stranu až klesnou na svoji reálnou hodnotu, tak lze předpokládat, že jejich hodnota bude dlouhodobě stagnovat – určitá část příjmů je totiž jistotou. Mohou se tak stát určitým uchovatelem hodnoty s potenciálem budoucího růstu, což může některé investory přilákat. Lze však složitě odhadovat, která hodnota (cena) akcií bude ta správná pro investici.

5. Závěr

Tato práce se zabývala fundamentální akciovou analýzou ČEZ, a. s. Fundamentální analýza byla zpracována pro společnost ČEZ, a. s., která je integrovaným seskupením společností působících v zemích střední a jihovýchodní Evropy či v Turecku. Společnost se zabývá výrobou, distribucí, obchodem a prodejem v oblasti elektřiny a tepla, obchodu a prodeji zemního plynu a v těžbě uhlí.

Cílem práce bylo na základě fundamentální analýzy specifikovat a vyhodnotit význam diskontních modelů se zaměřením na odhad vnitřní hodnoty akcií společnosti ČEZ, a. s. Dílčím cílem byla analýza makroekonomických indikátorů, které mají vliv na tržní vývoj ceny akcií společnosti ČEZ, a. s. Cílem literární rešerše byla charakteristika akcií a charakteristika postupu při fundamentální akciové analýze.

Diskontní model budoucího cash flow se ukázal jako méně vhodný pro odhad vnitřní hodnoty akcie. Tento model vyžaduje velmi přesné vstupní údaje, což je samozřejmě problematické, protože se jedná o údaje, které se odhadují (prognózuji). Jedná se o slabou stránku, kterou vykazují všechny diskontní modely. V dnešní době je ekonomické prostředí vysoce nestabilní, stejně jako například legislativní prostředí. Schopnost efektivně prognózovat budoucí vývoj tržního prostředí proto klesá. Fundamentální analýzu s využitím diskontních modelů je vhodnější realizovat ve stabilnějším tržním prostředí, než v energetickém sektoru v Evropě a v České republice. Investorům lze doporučit diskontní modely jako doplněk fundamentální analýzy, která bude provedena pro globální, odvětvové a podnikové prostředí. Z detailní analýzy tohoto charakteru získají investoři dostatek informací pro odhad budoucího stavu podniku. Na základě tohoto odhadu mohou určit, jestli je cena akcie nadhodnocená či podhodnocená.

Cílem práce bylo vyhodnotit význam diskontních modelů. Lze konstatovat, že svůj význam při realizaci investic mají, ale nelze tento význam přeceňovat. Na daný akciový titul (tedy organizaci) je nutné vždy pohlížet jako na komplexní organizaci, která podniká ve složitém prostředí (odvětví, globální prostředí).

Z makroekonomických ukazatelů ovlivňují ceny akcií ČEZ různé faktory. Jedná se zejména o ceny elektřiny, na jejichž výši nemá ČEZ téměř žádný vliv, ale i další souvislosti. Zejména lze jmenovat legislativní prostředí a vývoj v sektoru obnovitelných zdrojů energie. Legislativní prostředí významně ovlivňuje přístup Evropské unie, která se snaží podporovat obnovitelné zdroje energií, což samozřejmě působí negativně na podnik. Na druhou stranu

vláda České republiky se snaží podporovat růst podniku a garantuje, že jaderná energie zůstane hlavním energetickým zdrojem v energetickém mixu České republiky.

Nákup akcií ČEZ, a. s. momentálně nelze doporučit. Jejich hodnota na burze je pravděpodobně nadhodnocená a bude nadále klesat.

Zároveň nelze očekávat, že společnost v dohledné době bude hospodařit se ztrátou, takže budou akcie určitým uchovatelem hodnoty a zajímavou příležitostí s potenciálním výnosem v budoucnosti. Každopádně lze investici doporučit, až v době kdy současná tržní cena akcií poklesne. Bezpochyby se jedná o zajímavý akciový titul, jehož vývoj by měl každý investor v budoucnosti sledovat. Pokud se podaří podniku naplnit strategické ambice a zvládnout změny probíhající na trhu, tak se opět může jednat o zajímavou investiční příležitost. Nicméně případné úspěchy strategie se projeví nejdříve v horizontu 8 let.

Seznam použité literatury

BARNES, Paul. *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*. UK: CRC Press, 2016. ISBN 9781317049937.

BREALEY, Richard A., Steward C. MYERS a Franklin ALLEN. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. aktualizované vydání. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.

BROŽ, Jan a Martin PETŘÍČEK. Němci mají vítr na moři, my máme jádro, říká člen představenstva ČEZ. *Idnes.cz*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/rozhovor-sef-divize-obchod-cez-pavel-cyrani-fex-ekonomika.aspx?c=A170314_2311992_ekonomika_rts

ČESKÁ TISKOVÁ KANCELÁŘ. Česko značně pokročilo v energetice, chválí mezinárodní agentura. *Euro.cz* [online]. 2016 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://www.euro.cz/byznys/cesko-znacne-pokrocilo-v-energetice-chvali-mezinarodni-agentura-1320082>

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing, 2010, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

ČTK. Analytici: ČEZ loni splnil cíle hospodaření, letos je opět sníží. *Investicniweb.cz* [online]. 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/news-analytici-cez-loni-splnil-cile-hospodareni-letos-je-opet-snizi/>

ČESKÁ TISKOVÁ KANCELÁŘ. Energetika EU Bulletin. *Cez.cz* [online]. 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: https://www.cez.cz/edee/content/file/pro-media-2017/01-leden/bulletin_energetika_v_eu_01_2017.pdf

ČEZ, A. S. *Výroční zpráva ČEZ, a. s. 2015*. Praha, 2016.

ČEZ, A. S. Mezitimní konsolidovaná účetní závěrka. *Cez.cz* [online]. 2017 [cit. 2017-03-15]. Dostupné z: https://www.cez.cz/edee/content/file-s/pro-investory/informacni-povinnost-emitenta/2016-11/vnitri-informace-cez-056-2016_sl1bn3tw46p48ihu.pdf

ČEZ, a. s. Výsledky hospodaření za rok 2016. *Cez.cz* [online]. 2017b [cit. 2017-03-22]. Dostupné z: <https://www.cez.cz/cs/pro-investory/informacni-povinnost/1732.html>

ČÍŽEK, Radomír. *Investujte s českými experty: doporučení předních českých investorů*. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4048-5.

DORSEY, Pat. *The Five Rules for Successful Stock Investing*. UK: John Wiley, 2011. ISBN 9781118045626.

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat. 2., rozš. vyd.* Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce. ISBN 9788024712055.

GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015. ISBN 978-80-247-5375-1.

HANZELKOVÁ, Alena. *Business strategie: krok za krokem*. V Praze: C. H. Beck, 2013, xv, 159 s. C. H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-455-1.

HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích - akcie, komodity a forex*. Brno: BizBooks, 2013. ISBN 978-80-265-0033-9.

HAVLÍČEK, David a Michal STUPAVSKÝ. *Investor 21. století*. Praha: Plot, 2013. ISBN 978-80-7428-191-4.

HRBKOVÁ, Jana. *Společenské vědy pro techniky: Ekonomie, právo, politologie*. Praha: Grada Publishing, 2015, 200 s. ISBN 9788024799223.

CHVOJKA, Martin. *Pokročilá teorie her ve světě kolem nás*. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 9788024783932.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing*. Praha: Grada, 2013, 362 s. ISBN 978-80-247-4670-8.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada, 2013, 660 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-3893-2.

JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2013, 342 s. Expert (Grada). ISBN 978-802-4743-868.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010, xxxviii, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 7. aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: Grada, 2013, 272 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-5064-4.

KOTLER, Philip a Kevin Lane KELLER. *Marketing management*. Překlad Štěpánka Černá, Viktor Faktor. Praha: Grada, 2007, 788 s. ISBN 978-802-4713-595.

Kurzy.cz [online]. 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: www.kurzy.cz

KRANTZ, Matt. *Fundamental Analysis For Dummies*. 2. UK: John Wiley, 2016. ISBN 9781119263609.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. Makroekonomická predikce - leden 2017. *Mfcr.cz* [online]. 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2017-Q1_Makroekonomicka-predikce-leden-2017.pdf

MUSÍLEK, Petr, 2011. Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.

NEUMANN, Pavel, Pavel ŽAMBERSKÝ a Martina JIRÁNKOVÁ. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 978-802-4732-763.

NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ, 2007. Mezinárodní kapitálové trhy zdroj financování. Praha: Grada Publishing, a.s., 2007. Finanční trhy a instituce. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Přeložil Radomír ČÍŽEK. Praha: Grada Publishing, 2011. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3860-4.

SMEJKAL, Vladimír a Karel RAIS. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 483 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4644-9.

SÝKORA, Tomáš. ČEZ: Dilema s dividendou. *Patria.cz* [online]. 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/3481516/cez-dilema-s-dividendou-doporuceni-a-cilova-cena-patrie.html>

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 9788024734941.

SYROVÝ, Petr. *Investování pro začátečníky*. 2., přeprac. vyd. Praha: Grada, 2010, 105 s. Investice. ISBN 978-80-247-3486-6.

SOJKA, Zdeněk a Petr DOSTÁL. *Elliottovy vlny*. Brno: Tribun EU, 2008. Knihovnicka.cz. ISBN 9788073996307.

ŠOBA, Oldřich, Martin ŠIRŮČEK a Roman PTÁČEK. *Finanční matematika v praxi*. Praha: Grada, 2013, 300 s. Partners. ISBN 978-80-247-4636-4.

ŠTÝBR, David. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada Publishing, 2011. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-3648-8.

PALAT, Raghu. *Fundamental Analysis for Investors*. 4. vyd. UK: Vision Books, 2016. ISBN 9788170949428.

POLÁCH, Jiří. *Reálné a finanční investice*. V Praze: C.H. Beck, 2012, xvi, 263 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-436-0.

PONCAROVÁ, Jana. Česká energetika: Směr jádro. *Penize.cz* [online]. 2016 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/ekonomika/317133-ceska-energetika-smer-jadro>

PUCHNAR, Jiří. Energetický sektor čekají podle světové energetické rady velké změny. *Oenergetice.cz* [online]. 2016 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://oenergetice.cz/elektrina/energeticky-sektor-cekaji-podle-svetove-energeticke-rady-velke-zmeny/>

RAŠKA, Jan. Zvyšujeme cílovou cenu na akcie ČEZ ze 419 Kč na 516 Kč a doporučení z držet na koupit. *Fio.cz* [online]. 2016 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/analyzy/186756-zvysujeme-cilovou-cenu-na-akcie-cez-ze-419-kc-na-516-kc-a-doporuceni-z-drzet-na-koupit>

RADOVÁ, Jarmila. *Finanční matematika pro každého: příklady*. 2., přeprac. vyd. Praha: Grada, 2011. Finance (Grada). ISBN 9788024735849.

REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 9788072612406.

VALACH, Josef, Jaroslava DURČÁKOVÁ, Petr CHOULÍK a Petra OCELÁKOVÁ, 2010. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přepracované vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.

VESELÁ, Jitka, 2007. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, a. s., 2007. 704 s. ISBN 978-80-7357-6.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2011, 246 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-802-4736-471.

Česká republika ZÁKON ze dne 25. ledna 2012 o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). *Epravo.cz* [online]. 2012 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/zakony/sbirka-zakonu/zakon-ze-dne-25-ledna-2012-o-obchodnich-spolecnostech-a-druzstvech-zakon-o-obchodnich-korporacich-18841.html>

Seznam obrázků a tabulek

Obrázek 1 Vývoj akciového trhu v USA na příkladu indexu S&P 500.....	18
Obrázek 2 Vzorec vnitřní hodnoty akcie.....	28
Obrázek 3 Očekávaná prodejní cena na konci prvního roku.....	29
Obrázek 4 Současná hodnota dividend během dvou let.....	29

Obrázek 5	Současná hodnota budoucích dividend.....	29
Obrázek 6	Dividendový model při konstantní míře růstu dividend.....	30
Obrázek 7	Zkrácený tvar dividendového diskontního modelu s konstantním růstem.....	30
Obrázek 8	Metoda diskontovaného cash-flow.....	31
Obrázek 9	Ohodnovací proces na akciovém trhu.....	33
Obrázek 10	Komparace vývoje hrubého domácího produkt a poptávky po elektřině v České republice.....	40
Obrázek 11	Cena elektřiny v MWh.....	46
Obrázek 12	Srovnání vývoje ceny akcií ČEZ a konkurenty.....	47
Obrázek 13	Čistý zisk vybraných společností v letech 2015 a 2016 v mil. eur.....	48
Obrázek 14	Očekávaná EBITDA v roce 2017 v komparaci s rokem 2016.....	49
Obrázek 15	Tvorba zisku ČEZ, a. s.	56
Obrázek 16	Peněžní toky skupiny ČEZ.....	57
Obrázek 17	Struktura aktiv.....	57
Obrázek 18	Struktura pasiv.....	58
Obrázek 19	Vývoj ceny akcií ČEZ v roce 2015 v %.....	68
Obrázek 20	Vývoj akcií ČEZ, a. s. 2015 až březen 2017.....	68
Tabulka 1	Ceny komodit v meziročním srovnání 2014/2015.....	38
Tabulka 2	Vybrané finanční ukazatele ČEZ, a. s.	54
Tabulka 3	Poměrové ukazatel ČEZ shrnutí.....	61
Tabulka 4	Plánované investice ČEZ, a. s. podle druhu (v mld. Kč).....	63
Tabulka 5	Struktura akcionářů podle typu subjektu.....	67
Tabulka 6	Ukazatele související s akciemi ČEZ, a. s.	69
Tabulka 7	Model FCFE pro akcie ČEZ.....	73