



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA VYBRANÝCH AKCIÍ

FUNDAMENTAL ANALYSIS OF SELECTED STOCKS

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE
BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

JOSEF INGR

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. ZDENĚK SOJKA, CSc.

BRNO 2014

ZADÁNÍ BAKALÁRSKÉ PRÁCE

Ingr Josef

Ekonomika podniku (6208R020)

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

Fundamentální analýza vybraných akcií

v anglickém jazyce:

Fundamental Analysis of Selected Stocks

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce

Analýza současného stavu

Vlastní návrhy řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

BREALEY, R. A. a S. C. MYERS. Teorie a praxe firemních financí. 4. vydání Praha: EAST Publishing, s.r.o., 1999. ISBN 80-85605-24-4.

GLADIŠ, D. Naučte se investovat. 1. vydání Praha: Grada Publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0709-8.

JÍLEK, J. Finanční trhy. 1. vydání Praha: Grada Publishing, spol. s r. o., 1997. ISBN 80-7169-453-3.

MUSÍLEK, P. Finanční trhy a investiční bankovnictví. 1. vydání Praha: ETC Publishing, 1999. ISBN 80-86006-78-6.

REJNUŠ, O. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vydání Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-571-7.

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

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Zdenek Sojka, CSc.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2013/2014.

L.S.

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

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Dekan fakulty

V Brně, dne 03. 06. 2014

Abstrakt

Předmětem této bakalářské práce je fundamentální analýza akcií. Pro tuto analýzu jsem si vybral akciovou společnost ČEZ. Cílem bakalářské práce bude za pomoci fundamentální analýzy najít vnitřní hodnotu akcie (neboli teoreticky vypočítanou hodnotu). Následně nalezenou vnitřní hodnotu akcie budu porovnávat s aktuálním kurzem akcie a budu zjišťovat, zda je akcie podhodnocena nebo nadhodnocena.

Abstract

Purpose of this bachelor's thesis is fundamental analysis. For this analysis I chose joint-stock company ČEZ. Aim of the bachelor's thesis is to determine inner value of the share. After determination of the share value comparison with the current stock exchange rate is made. This will determine if share is overvalued or undervalued.

Klíčová slova

Fundamentální analýza, akcie, vnitřní hodnota akcie

Key words

Fundamental analysis, share, intrinsic value of the share

Bibliografická citace

INGR, J. *Fundamentální analýza vybraných akcií*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2014. 69 s. Vedoucí bakalářské práce doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 25. 5. 2014

.....

Podpis studenta

Poděkování

Touto cestou bych rád poděkoval vedoucímu mé bakalářské práce, panu doc. Ing. Zdeňku Sojkovi, CSc. za odbornou pomoc, věcné rady a připomínky.

OBSAH

ÚVOD.....	10
METODIKA A CÍLE PRÁCE	11
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE.....	12
1.1 Trh.....	12
1.1.1 Peněžní trhy	13
1.1.2 Kapitálové trhy	14
1.1.3 Trhy s cizími měnami	14
1.1.4 Trhy s drahými kovy.....	15
1.2 Trh cenných papírů	15
1.2.1 Primární trhy.....	16
1.2.2 Sekundární trhy.....	16
1.3 Burzy s cennými papíry	17
1.4 Akcie.....	18
1.4.1 Členění akcií	18
1.4.2 Členění akcií podle formy.....	19
1.5 Analýza podniku	19
1.6 Fundamentální analýza akcií	20
1.6.1 Makroekonomická akciová analýza.....	21
1.6.2 Odvětvová (oborová) analýza.....	27
1.6.3 Analýza jednotlivých akciových společností.....	29
1.7 Technická analýza.....	36
1.8 Psychologická analýza.....	37
2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU	38
2.1 Globální analýza	38
2.1.1 Reálný výstup ekonomiky	38
2.1.2 Inflace	40
2.1.3 Fiskální politika	42
2.1.4 Úrokové sazby	44
2.1.5 Peněžní nabídka	46
2.1.6 Příliv a odliv zahraničního kapitálu	47
2.2 Globální analýza zahraniční působnosti skupiny ČEZ	48

2.2.1 Polsko.....	48
2.2.2 Bulharsko	48
2.2.3 Rumunsko	49
2.2.4 Turecko	49
2.2.5 Maďarsko.....	50
2.2.6 Slovenská republika.....	50
2.3 Oborá analýza	51
3 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ	55
3.1 Analýza společnosti ČEZ.....	55
3.2 Akcie skupiny ČEZ.....	57
3.3 Výpočet vnitřní hodnoty akcie.....	59
ZÁVĚR	64
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	66
SEZNAM GRAFŮ, TABULEK A OBRÁZKŮ	69

ÚVOD

Určitá část populace disponující volnými peněžními prostředky, se snaží dále tyto prostředky rozmnožovat nejčastěji za pomoci spoření a investic. Jednou z možností investování jsou investice do akcií. Investice do akcií mohou přinášet velmi slušné zhodnocení oproti ostatním spořicími či investičními příležitostem. A to díky výplatě dividendy, na kterou má vlastník akcie právo a kapitálovému výnosu, který odpovídá vývoji tržní ceny akcie na akciovém trhu. Avšak investice do akcií podle mého názoru nemůžou provádět investoři bez jakýchkoli, alespoň minimálních znalostí. Z důvodů velké proměnlivosti akciových trhů, na které působí řada vedlejších aspektů. Tím jsou investice do akcií do značné míry i rizikové. Každý investor by si měl zvolit nějakou svoji investiční strategii a nastavit mantinely, přes které by neměl za žádnou cenu přejít.

K hodnocení, zda do akcie v daný moment investovat nebo ne, nám můžou pomoci akciové analýzy, které nám ukážou, v jaké situaci se daná akcie vyskytuje. Za nejznámější a nejpoužívanější jsou považovány fundamentální a technická analýza. Technickou analýzu můžeme považovat za náročnější, i z toho důvodu je více využívána fundamentální analýza, která je považována za komplexnější a dlouhodobější. Za zmínku stojí i analýza psychologická, která hodnotí akciový trh spíše z psychologického hlediska, např. jaké emoce v daný okamžik ovlivňují investory.

Jak jsme již mohli vyvodit, tak cílem této práce bude zhodnotit investiční rozhodnutí, zda investovat nebo neinvestovat do akcií. Konkrétně se bude jednat o investici do akcií společnosti ČEZ. Zvolenou metodikou, o které se investiční rozhodnutí bude opírat, je fundamentální analýza.

METODIKA A CÍLE PRÁCE

Tato bakalářská práce se bude zabývat fundamentální analýzou akcií společnosti ČEZ. Fundamentální analýza je jednou z nejpoužívanějších akciových analýz, jejíž základem je výpočet vnitřní hodnoty akcie. Vypočítaná vnitřní hodnota se pak porovnává s aktuální cenou na akciovém trhu a zjišťuje, zda je v daný moment podhodnocená, nebo nadhodnocená. Tento výpočet a následné porovnání bude cílem této práce. Porovnávání bude do jisté míry ovlivněno i ekonomikou státu a do hry, o to zda investovat nebo neinvestovat, vstoupí i predikce budoucího vývoje společnosti.

V první části, tedy teoretické, bude teoreticky vysvětleno, jak fundamentální analýza funguje, jaké aspekty v sobě zahrnuje. A to tedy globální (makroekonomickou) akciovou analýzu, odvětvovou (oborovou) analýzu a analýzu akciové společnosti. Dále bude v této části zmíněno co je trh, jakým způsobem funguje a jak ho členíme. A posledním bodem této části se zmíníme o akciích, jaké máme druhy, kde s nimi můžeme obchodovat.

Druhá část této práce se bude věnovat globální analýze, tedy makroekonomické, která se bude dívat na vývoj české ekonomiky. Do této analýzy bude vstupovat měnová politika státu, inflace, vývoj domácího hrubého produktu atd. Další částí bude přiblížení vývoje ekonomik států, ve kterých je společnost ČEZ obchodně činná.

Ve třetí části zhodnotím segment, ve kterém působí společnost ČEZ, a dostanu se k hlavnímu cíli této práce, kterou je výpočet vnitřní hodnoty akcie. V závěru porovnam vypočítanou vnitřní hodnotu akcie s aktuální cenou na akciovém trhu a navrhnou investiční doporučení.

1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

V této části bakalářské práce se pokusím teoreticky vysvětlit, jak funguje finanční trh, jak ho dělíme, jak členíme trhy cenných papírů a podstatu a fungování burz. Tím posledním a hlavně nejdůležitějším bodem této kapitoly bude vysvětlení fundamentální analýzy a její částí. Zmíním se dále, jak o technické tak i o psychologické analýze.

1.1 Trh

Pojem trh lze obecně definovat, jako místo, kde se střetává nabídka a poptávka po různých produktech, které zde nabízejí subjekty trhu. Trh může členit na [4]:

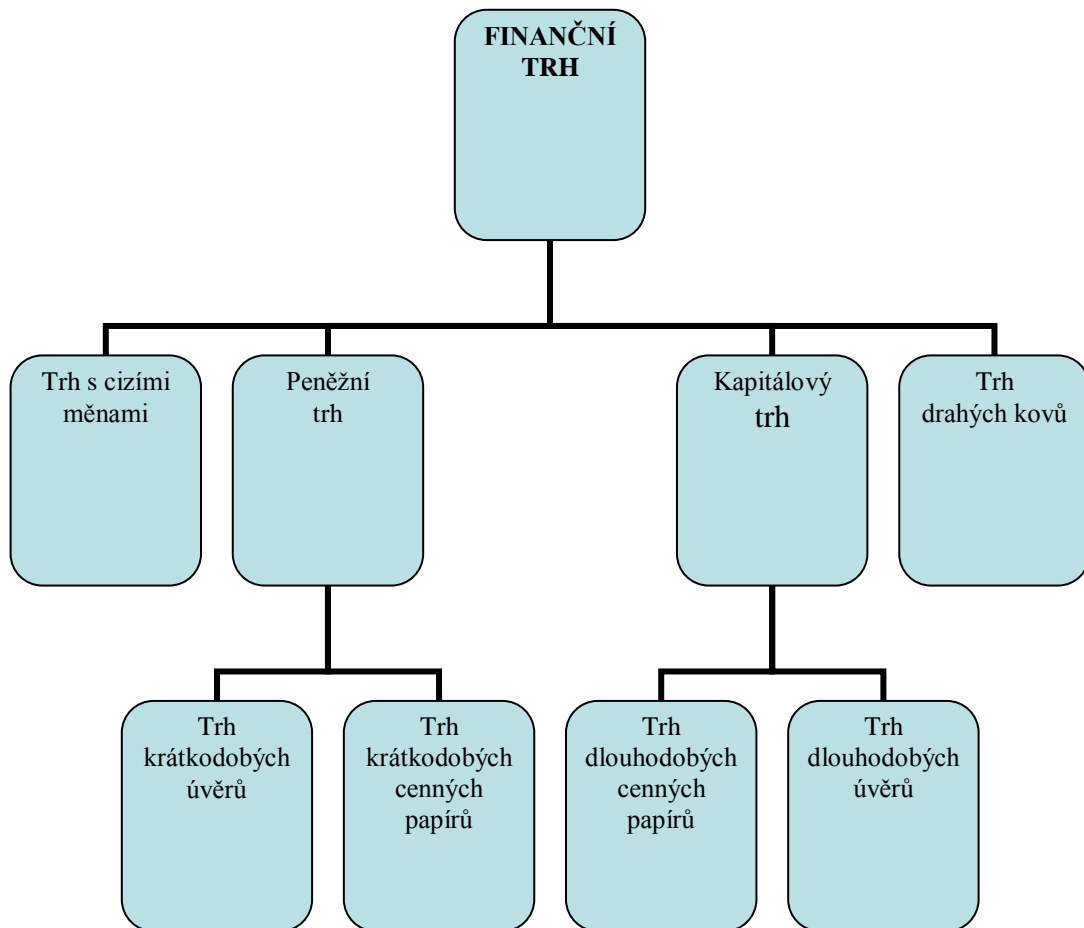
- Trh zboží a služeb;
- Trh pracovních sil;
- Trh informační;
- Trh finanční.

Finanční trh je místo, které je založené na nabídce relativně volných peněz a poptávce po penězích. Strany s volnými peněžními prostředky je nabízejí s vidinou zvýšení budoucí hodnoty svých peněz. Jsou si však vědomi určitého rizika, které podstupují vstoupením na trh. Poptávající strany hledají nové peněžní prostředky, především z důvodů realizací investičních plánů, k financování běžného provozu atd. V neposlední řadě nesmíme zapomínat na třetí stranu těchto transakcí, kterými jsou bankovní a nebankovní instituce. Hlavní činnost těchto institucí je eliminace rizik [4].

Finanční trhy jsou obvykle definovány tím, že transparentně tvoří ceny. Rozdělení finančního trhu můžeme vidět na *obr. 1*. Některé finanční trhy umožňují účastníkům vstoupit na trh, pokud splňují určitá kritéria, která mohou být založena na faktorech [4]:

- množství peněz držitele;
- zeměpisná poloha investora;
- znalosti trhů nebo povolání účastníka.

Finanční trh můžeme členit z různých hledisek navzájem se prolínajících. Nejvýznamnější rozdělení finančního trhu spočívá v jeho členění z hlediska délky splatnosti nástrojů, které se na něm obchodují a to na peněžní a kapitálový trh. Potom se zde zařazují i poněkud specifické trhy a to trh s cizími měnami a trh s drahými kovy [4].



Obrázek č. 1: Členění finančního trhu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle [3, s. 39])

1.1.1 Peněžní trhy

Jedná se o trhy krátkodobých úvěrů a cenných papírů splatných z pravidla do jednoho roku. Peněžní trhy se vyznačují menším rizikem, nižšími výnosy a co se týče cenných papírů, většinou i jejich poměrně vysokou likviditou. Krátkodobé cenné papíry mají

oproti dlouhodobým cenným papírům ještě jednu výhodu. Daleko méně podléhají fluktuacím. Mezi nejdůležitější funkce peněžního trhu je financování provozního kapitálu podniků a poskytování krátkodobých peněžních půjček domácnostem. Peněžní trh dělíme na [2]:

- Trh krátkodobých úvěrů;
- Trh krátkodobých cenných papírů.

1.1.2 Kapitálové trhy

Kapitálové trhy slouží pro poskytování střednědobých a dlouhodobých úvěrů, nebo pro finanční operace s dlouhodobými cennými papíry. Finanční operace s dlouhodobými finančními prostředky mají povahu investic. Na kapitálovém trhu bývají za hlavní instrumenty považovány akcie a dlouhodobé dluhopisy. Bývá i proto často nazýván trhem cenných papírů. Kapitálový trh v porovnání s peněžním trhem je více rizikový, ale může být také více výnosný. Kapitálový trh dělíme na [2]:

- Trh dlouhodobých úvěrů;
- Trh dlouhodobých cenných papírů.

1.1.3 Trhy s cizími měnami

Trhy s cizími měnami dělíme na dva základní segmenty a to na [2]:

- Trhy devizové;
- Trhy valutové.

Trhy devizové mají oproti trhům valutovým kurzotvorný význam, tím pádem valutové trhy mají spíše maloobchodní význam. Další odlišností mezi těmito trhy je, že na trhu devizovém se obchoduje s bezhotovostními formami cizích měn (peníze na účtech, směnky, šeky) a na trhu valutovém se obchoduje s hotovostními formami (papírové peníze a mince) [2].

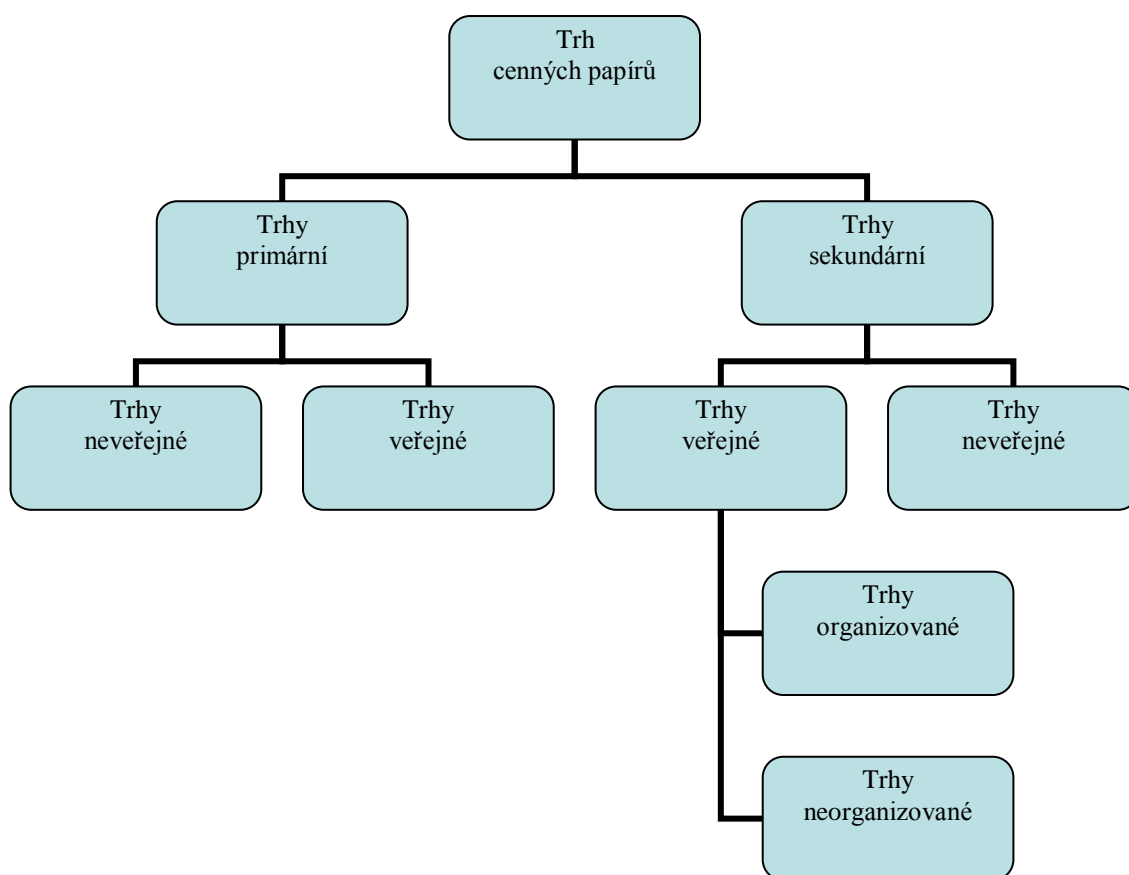
1.1.4 Trhy s drahými kovy

Na trhu s drahými kovy jsou nejvýznamnější trhy zlata a stříbra, ale řazeny jsou sem i trhy platiny a paládia. Nejvýznamnějšími účastníky obchodů jsou obchodní banky [2].

1.2 Trh cenných papírů

Cenné papíry jsou nástrojem, který slouží k přesunu peněz na finančním trhu. Upravují vztahy mezi emitenty a investory. Emitent cenné papíry prodává, aby získal peníze pro své investice, zatímco investor cenné papíry kupuje, aby zhodnotil své peníze [5].

Trhy cenných papírů jsou součástí trhů peněžních, tak i trhů kapitálových. Nejpoužívanější dělení trhu s cennými papíry je dělení na trhy primární a trhy sekundární [5].



Obrázek č. 2: Základní členění trhu cenných papírů

(Zdroj: Vlastní zpracování dle [3, s. 43])

1.2.1 Primární trhy

Hlavní úkol primárních trhů je získávat nové peněžní zdroje, které jsou potřebné k financování investic velkých společností a státu. K vypůjčování peněz dochází prodejem nových emitovaných cenných papírů. Při prodeji získává peníze emitent a jedná se o první prodej cenného papíru prvnímu nabyvateli. Primární trhy můžeme rozdělit na [2]:

- **Veřejné primární trhy**

Na veřejných trzích emitenti své nové cenné papíry inzerují a očekávají, že se zájemci rozhodnou pro jejich koupi. Je zde mnoho metod, jak se dají nové cenné papíry umisťovat na tento trh, avšak v praxi se používají tři základní techniky: tendr, aukce, nebo úpis za předem stanovenou cenu [2].

- **Neveřejné primární trhy**

Zde jsou obchodovány tzv. uzavřené emise, nebo emisnímu tvůrci. Uzavřené emise, kdy je předem uzavřený obchod mezi emitenty a investory. Jejich uvedení na trh je pouze oznámeno jako skutečnost. Obchodováno pomocí emisního tvůrce je za podmínky, pokud jsou všechny nové cenné papíry nabídnuty jednomu investorovi a ten je následně všechny odkoupí [2].

1.2.2 Sekundární trhy

Na sekundárních trzích se obchoduje s již dříve emitovanými cennými papíry. Hlavním úkolem sekundárního trhu je zajišťování jejich likvidity a stanovení tržních cen. Obchodování na sekundárním trhu je mnohem rozsáhlejší než na trhu primárním a to z důvodu neustálého opakování prodeje cenných papírů. Sekundární trhy můžeme rozdělit na [2]:

- **Veřejné sekundární trhy**

Můžeme je členit na organizované a neorganizované trhy. Mezi organizované veřejné sekundární trhy patří burzy, nebo jiné licencované instituce. Na neorganizovaných veřejných sekundárních trzích se jedná o tzv. prodej přes přepážku, tedy o OTC-trhy [2].

- **Neveřejné sekundární trhy**

Na neveřejných sekundárních trzích obchody probíhají přímo mezi kupci a jejich vlastníky. Obchoduje se mezi ekonomickými subjekty a je možno využít specializovaných finančních zprostředkovatelů [2].

1.3 Burzy s cennými papíry

Burzu cenných papírů lze vymezit jako zvláštní způsob organizovaného shromáždění subjektů, které se pravidelně v určenou dobu scházejí na přesně vymezeném místě (prezenční burza), nebo jsou propojeni prostřednictvím počítačové sítě bez osobního setkávání (elektronická burza) a obchodují s cennými papíry podle platných pravidel a burzovních předpisů [10].

Burzy nebývají zpravidla volně přístupné trhy. Jsou založeny na členském přístupu, takže vstup na ně mají povoleny pouze vybrané osoby, nebo instituce. Členství na burze můžeme získat za podmínky splnění určitých požadavků (veřejnoprávní typ burzy), nebo koupením křesla ve veřejných aukcích. Ostatní investoři mají na burzu přístup pouze za pomoci zprostředkovatelů [2].

V České republice existují dvě burzy, kde se dá obchodovat s cennými papíry, a to jsou Burza cenných papírů Praha (BCPP) a RM-systém [2].

- **Burza cenných papírů Praha**

BCPP je největším a nejstarším organizátorem obchodů s cennými papíry na území ČR. Po znovuootevření v roce 1993. Obchodování probíhá za pomoci licencovaných obchodníků, kteří jsou zároveň i členy pražské burzy. BCPP tvoří se svými dceřinými společnostmi skupinu PX. Dále je součástí CEE Stock Exchange Group (CEESEG), Federace evropských burz (FESE) a americkou komisí pro cenné papíry a burzy (US SEC) [10].

- **RM-systém**

RM-systém je zaměřen pro obchodování malých a středních investorů, kteří mají zájem o investování na kapitálovém trhu. Burza funguje od roku 1993. Je zde na

výběr mnoho investičních titulů mezi, které patří i zahraniční společnosti. [11].

Na zahraničních trzích se s cennými papíry běžně obchoduje elektronicky. Obchody probíhají za pomoci licencovaného obchodníka. Nejvýznamnější světové burzy se nachází v New Yorku, Londýně, Tokiu, které lze považovat za nadnárodní. Za nejvýznamnější národní burzy lze považovat burzy ve Frankfurtu, Paříži, Amsterdamu. Zde nalezneme akci nejznámějších a největších firem na světě jako jsou např.: Nike, Microsoft, nebo McDonald's [6].

1.4 Akcie

Akcie jsou majetkové cenné papíry, s nimiž jsou spojena práva akcionáře, jako společníka podílet se na řízení společnosti (právo účasti a hlasování na valné hromadě akcionářů), na zisku společnosti (právo na dividendy) a na likvidačním zůstatku.

Na světových finančních trzích se můžeme setkávat s celou řadou různých druhů akcií. Můžou se lišit různými vlastnostmi, včetně práv spojených s jejich vlastnictvím. (v České republice zatím příliš mnoho druhů akcií není) [12].

1.4.1 Členění akcií

- Akcie kmenové

Kmenové akcie sebou nesou právo účastnit se valných hromad společnosti, předkládat návrhy, při hlasování uplatnit počet hlasů úměrných počtu držených akcií. Dalším právem kmenové akcie je na odpovídající podíl ze zisku vytvořeného akciovou společností. A v neposlední řadě odpovídající podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti [1].

S kmenovými akciemi jsou však i spojena rizika. Akcionář má právo na zisku, ale společnost nemusí dosahovat adekvátních zisků, nebo může i zbankrotovat. V tomto případě jsou nejprve hrazeny dluhy. Pokud zůstanou peněžní prostředky, po zaplacení dluhů nárok na zbylé prostředky mají nejprve držitelé prioritních akcií. Další výhodou majitelů kmenových akcií je předkupní právo na nově emitované akcie, tak i na emitované obligace [1].

- **Prioritní akcie**

Jsou využívány ke zvyšování kapitálu akciových společností. Jedná se o druh akcií, které sebou nenesou hlasovací práva. Výhody, kterými disponují prioritní akcie, jsou dividendy, které jsou vypláceny ve stanovené době. Vyplácení může být pevné, neboli procentně z nominální hodnoty akcie, tento způsob nezohledňuje výši zisku dosahovaného akciovou společností. Další výhodou, kterou nesou prioritní akcie, je podíl na likvidačním zůstatku [1].

1.4.2 Členění akcií podle formy

- **Na jméno**

Akcie na jméno jsou vydávány přímo na jméno konkrétní osoby, která může být osobou fyzickou i právnickou. V tomto případě akciové společnosti musejí vést knihy akcií, kde zanášejí veškeré údaje o akcionářích. Listinné akcie se převádějí indosamentem. V zaknihované podobě se převádějí smlouvou a registrací. Výhodou akcií na jméno je jejich lepší ochrana před odcizením, na druhou stranu jejich nevýhodou je těžší prodej [7].

- **Na majitele**

Akcie na majitele jsou posuzovány jako cenný papír na doručitele. Práva a povinnosti připadají jeho držiteli. Akcie na majitele se převádějí neformálně předáním, a to umožňuje jejich snadnější obchodování [7].

1.5 Analýza podniku

Analýzu akcií můžeme provádět třemi způsoby a těmi jsou [1]:

- Fundamentální analýza akcií;
- Technická analýza akcií;
- Psychologická analýza akcií.

Zatímco fundamentální analýza je nejkompexnější, akciová analýza je založená na principu nalezení vnitřní hodnoty akcie a jejím následným porovnáním s aktuální

cenou na akciovém trhu. Tím docílíme zjištění, zda je cena akcie na akciovém trhu podhodnocena nebo nadhodnocena [1].

U technické analýzy počítá trh s tím, že diskontuje veškeré informace a kurzy se vyvíjejí v trendech. Důležité jsou zejména minulé pohyby kurzů a objemy obchodů. Technická analýza poskytne investorovi odpověď, zda má vstupovat do pozice či má pozici uzavřít [1].

Psychologická analýza je založena na předpokladu, že investování je do značné míry založeno na míře ovlivnění emocemi. Principem psychologické analýzy není zkoumání akcií samotných, ale chování investora při investování, který je ovlivňován davem, nebo citovými pohnutkami a nemusí vždy uvažovat racionálně [1].

1.6 Fundamentální analýza akcií

Fundamentální analýzu považujeme za jeden z druhů nejkompexnější akciové analýzy. V praxi se fundamentální analýza využívá při analyzování významných investičních akcií. Předpokládá, že existuje vnitřní hodnota akcie. Vnitřní hodnotu akcie můžeme chápat, jako určitou spravedlivou cenu akcie. Následně tuhle vypočítanou cenu akcie v daný okamžik porovnáváme s její aktuální hodnotou na trhu. Na tomhle jevu je fundamentální analýza založena na odlišení těchto dvou cen. Při porovnání těchto dvou cen nám můžou vzniknout tři stavy. Podhodnocení akcie nastává za podmínky, když tržní hodnota akcie je nižší než její vnitřní hodnota. Nadhodnocení akcie nastává za podmínky, jestliže tržní hodnota akcie je vyšší, než její vnitřní hodnota, nebo obě ceny jsou stejné [3].

Při počítání vnitřní hodnoty můžou investoři dojít k různým vypočítaným hodnotám, které se můžou lišit díky používaným metodám, dosažením různých hodnot proměnných veličin díky různým informacím a údajům. Z uvedeného důvodu v daném okamžiku každé akcie existuje více vnitřních hodnot. Z předešlého vyplývá. Pokud investoři budou měnit svá očekávání, vnitřní hodnoty akcií budou následkem těchto změn dosahovat změněných hodnot. Tyto kroky budou mít zapříčinění změny v burzovních příkazech a důsledkem těchto změn se budou měnit i kurzy akcií [3].

Akciový kurz, resp.
Vnitřní hodnota akcie



Obrázek č. 3: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem ve velmi krátkém období
(Zdroj: Vlastní zpracování dle [3, s. 195])

Jak z výše zmíněného vyplívá, tak fundamentální analýza je nejkomplexnější analýzou, se kterou mohou pracovat jak malý investoři, tak i velké společnosti a z toho důvodu ji dělíme do tří skupin, které můžeme využít při řešení konkrétní úlohy, nebo je můžeme vzájemně kombinovat [3].

- Globální (makroekonomická) akciová analýza;
- Odvětvová (oborová) analýza;
- Analýza jednotlivých akciových společností a jejich akcií.

1.6.1 Makroekonomická akciová analýza

Makroekonomická část fundamentální analýzy se zabývá ekonomikou jako jednoho celku. Zkoumá vztahy mezi vývojem „*tzv. globálních, především makroekonomických agregátů a pohybem akciových kurzů*“ [3, s. 196].

Mezi nejvýznamnější faktory ovlivňující makroekonomickou analýzu patří [3]:

- Reálný výstup ekonomiky;

- Fiskální politika;
- Peněžní nabídka;
- Úrokové sazby;
- Inflace;
- Příliv, odliv zahraničního kapitálu;
- Kvalita investičního prostředí.

1.6.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciových trhů je ovlivňován jak vývojem ekonomiky dané země, tak i vývojem ekonomiky celosvětové. Z tohoto důvodu reagují i akciové trhy na vývoj ekonomiky a to buď růsty, nebo poklesy [8].

Z dlouhodobého hlediska můžeme pozorovat, že kolísání probíhá kolem základního trendového vývoje.

Z krátkodobého a střednědobého hlediska akciové trhy už nejsou tak ovlivňovány hospodářskými výsledky dané země. Z důvodu značného vztahu mezi jednotlivými etapami hospodářského cyklu. Do značné míry předbíhají vývoj ekonomiky. Z časového hlediska se tak děje o 3 až 9 měsíců dopředu. Děje se tak na základě poptávky a nabídky, která je na akciových trzích velkou měrou ovlivněna očekávanými výsledky. Tím pádem změny akciových trhů ovlivňují poptávku po zboží, službách a výrobních faktorech, a tím i zároveň ovlivňují budoucí vývoj ekonomiky [3].

1.6.1.2 Fiskální politika

Fiskální politikou je možno rozumět správu a řízení příjmů, výdajů a dluhů vlády daného státu [8].

Fiskální politika, tedy především na akcionáře a akciové společnosti, dopadá ve formě daní a zejména daně z příjmů. Snižují hrubé zisky firem, což působí na vyplácení dividend. Můžou i omezovat další rozvoj akciových společností. Vyplácené dividendy ve většině případů bývají znovu daněny [8].

Dalším způsobem ovlivnění akciového trhu fiskální politikou je ve vládních výdajích. Vládní výdaje mohou ovlivňovat akciové kurzy buď negativně, ale také i pozitivně. Negativně ovlivňuje, pokud se zvyšuje rozpočtový deficit, který je financován emisí státních dluhopisů. Pozitivně ovlivňuje, jestliže jsou výdaje použity na nákup produktů a služeb akciových společností [8].

Velké nadnárodní holdingy využívají tzv. „*transfer pricing*“. Společnosti holdingu, pomocí skrytých toků, si prodávají služby a zboží mezi sebou za velmi výhodné ceny. Tyto prodeje jsou uskutečňovány mezi dceřinými společnostmi, za účelem dosažení největšího zisku v zemích, kde je nejmenší daňové zatížení. To způsobuje růst zisků a tím vzestup na akciových trzích. Naopak země s vysokým daňovým zatížením nedosahují takových zisků a vede to k poklesu na akciových trzích [8].

1.6.1.3 Peněžní nabídka

Peněžní nabídka je uváděna v řadě literatur, jako jeden z nejvýznamnějších faktorů, který ovlivňuje vývoj na akciovém trhu. Můžeme použít různé typy vysvětlení, jak působí peněžní nabídka na akcie [3].

1. První způsob, který je nazýván a označován jako „*efekt likvidity*“ tento způsob vysvětlení spočívá v tom, že centrální banka pomocí dané politiky zvýší peněžní nabídku, ale při zachování konstantní poptávky po penězích. Investoři, kteří tím získali dodatečné volné prostředky, které částečně investují na akciových trzích. V krátkém období tedy lze považovat nabídku akcií za fixní, a tak dojde i ke vzestupu kurzu akcií [3].
2. Druhý způsob, který je založen na růstu peněžní nabídky. Růst peněžní nabídky nejdříve navnadí investory více nakupovat dluhopisy. To zapříčiní nárůst tržních cen. Ten se vzápětí projeví v poklesu výnosnosti a investoři se začnou poohlížet po dalších aktivech, v tomto případě to budou akcie. Tím pádem se zvýší poptávka po akciích [3].

3. A poslední způsob vychází ze zvýšení peněžní nabídky, která zároveň ovlivní i úrokové sazby, které budou klesat. Tento proces zapříčiní větší investiční aktivitu firem. Firmám tím zvýší jejich zisky, ale v budoucnu také výši jejich vyplácených dividend, a tím dojde k růstu tržní ceny akcií [3].

Těmito třemi způsoby (příklady) jsme docílili vždy stejného závěru a to že „*růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích*“ [3, s. 198].

1.6.1.4 Úrokové sazby

Úroková sazba je jedním z dalších významných faktorů. Velmi zjednodušeně můžeme říct, že úrokové sazby vedou ke snížení tržní ceny akcie. I zde, stejně jako u peněžní nabídky, máme několik způsobů vysvětlení [3]:

1. První způsob lze vysvětlit názorem, že současné hodnoty akcií jsou odvozeny od současných hodnot budoucích příjmů z akcií. Musí platit, že zvýšení úrokových sazeb vede ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů držitelů akcií. Z důvodů významnosti úrokových sazeb, jako prvku, který převádí budoucí příjmy na současné hodnoty. Tenhle proces zapůsobí jak na snížení vnitřní hodnoty, tak i na akciové kurzy [3].
2. Druhý způsob vysvětlení je založený na růstu úrokových sazeb, který zapříčiní růst výnosnosti dluhopisů. Tím dochází k odčerpávání peněžních prostředků z akciových trhů, které jsou použity na nákup výnosnějších dluhopisů. Dokud nedojde k nové rovnováze ve výnosnosti na obou trzích, budou nadále akciové trhy klesat [3].
3. Posledním uváděným způsobem, který je založen opět na vyšší úrokové sazbě. Tentokrát ovlivňuje samotné firmy zvyšujícími náklady na jejich externí financování. To snižuje očekávané budoucí zisky a tržní ceny akcií [3].

To vede k závěru, že „*růst úrokových sazeb způsobuje za jinak nezměněných podmínek, pokles tržních cen (kurzů) akcií a naopak*“ [3, s. 199].

1.6.1.5 Inflace

Akcie jsou v době předpokládaného zvýšení inflace považovány za dobrou investici. Díky růstu akciových kurzů a růstu nominálního zisku a z toho plynoucí vyšší dividendy [8].

Prováděné výzkumy tuhle domněnku ovšem vyvracejí a říkají, že akcie nevydrží dlouhou dobu držet svou reálnou hodnotu a to i tím, že představují vlastnický nárok k aktivům akciové společnosti. Existuje řada hypotéz zabývajících se tímto problémem. Za nejznámější můžeme považovat „*hypotézu daňového efektu*“. Je založená na odepisování investičního majetku a ohodnocováním zásob v době inflace. Většina států odepisuje z pořizovacích cen, a tím tak vzhledem k inflaci reálná hodnota odpisů klesá. Odnáší to však větší daňové zatížení firem, a to vede k poklesu dividend a tržních cen akcií [8].

1.6.1.6 Příliv a odliv zahraničního kapitálu

Příliv a odliv zahraničního kapitálu způsobují zejména velcí investoři, kteří využívají v rámci svých investičních strategií celosvětového obchodování. To znamená, že na globálním akciovém trhu hledají takové akcie, které jim zajistí nejvyšší možnou výnosnost při co nejmenším riziku. S tímto jevem právě souvisí i jejich přemísťování kapitálu z jedné země do druhé. A to způsobuje, že příliv zahraničního kapitálu má vliv na růst akciového trhu a na druhou stranu odliv peněz ze zahraničí má vliv na pokles akciového trhu. Vzhledem ke skutečnosti, že akcie velkých společností se současně obchoduje na více světových burzách, takže pokud akcie vzroste nebo naopak klesne na jednom trhu, tak zapříčiní růst nebo pokles na burzách ostatních [3].

1.6.1.7 Kvalita investičního prostředí

Kvalitu investičního prostředí vytvářejí podmínky, které vzbuzují důvěru, nebo naopak nevzbuzují důvěru potencionálních investorů. Za nejvýznamnější faktory se obecně považují transparentnost, bezpečnost a stabilita finančního trhu. Tyto faktory souvisejí s celkovou vyspělostí dané země [3].

V pozornosti investorů bývají zejména tyhle faktory podílející se na kvalitě investičního prostředí [3]:

- Schody a nerovnováha;
- Cenové regulace a černý trh;
- Ekonomické a politické šoky;
- Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém.

Schody a nerovnováha

Informace, které se týkají schodů nebo přebytků, platební bilance či státního rozpočtu nebo veřejného rozpočtu nám ukazují, zda je ekonomika státu v rovnováze či nikoli. Výše schodů státního rozpočtu nemají příliš velkou vypovídající schopnost, ale pokud se začnou v průběhu prohlubovat, ukazuje nám to, že se ekonomika začíná vzdalovat od rovnovážného stavu. Tím pádem se tento nesoulad bude muset začít řešit [3].

Cenové regulace a černý trh

Za normálních podmínek se ekonomika nachází v rovnovážném stavu. To znamená, že ceny si trh stanovuje sám. Pokud nenastane rovnovážného stavu a podmínka trhu, který stanovuje ceny sám, nebude splněna a na trhu začínají určité odchylky. Některé ceny pak začnou regulovat úřady [8].

Regulace cen se začne projevovat tzv. existencí dvojích cen. Znamená existencí cen oficiálních a dosahovaných cen na černém trhu. Obecné pravidlo říká, že čím odlišnější jsou skutečné tržní ceny od cen regulovaných, tím větší problémy v budoucnu nastanou [8].

Ekonomické a politické šoky

Ekonomické a politické šoky můžeme chápat jako nějaké neočekávané významné události, které nepříznivě ovlivní fungování ekonomiky. Neočekávané události způsobují zpravidla sice jenom dočasně pokles tržních cen většiny finančních investičních instrumentů, především akcií [3].

Dělíme, jak již z názvu plyne na [3]:

- Ekonomické šoky (obchodní a cenové války, vznik hyperinflace....);
- Politické šoky (válečné konflikty, demise vlády, revoluce....).

Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém

Z pohledu investora se tento faktor velmi odráží v zájmu jejich investic a hlavně objemu jejich investic. Nemá totiž pouze význam to, že korupce a hospodářská kriminalita má negativní vliv, ale zajímá je i to, jak funguje právní systém státu. Nedostatečná legislativa totiž vždy vážně ohrožuje soukromé vlastnictví [3].

1.6.2 Odvětvová (oborová) analýza

Odvětvovou analýzu používáme tehdy, pokud jednotlivá odvětví ekonomiky nereagují stejně na vývoj ekonomiky. Hlavně z důvodů odlišné regulace státem, dále pak na různé míře zisku a v neposlední řadě rozdílné budoucí vyhlídky jejich dalšího rozvoje. V odvětvové analýze se ovšem nemusíme bavit o zkoumání jednotlivých odvětví, ale i o zkoumání jednotlivých oborů a podoborů [8].

V odvětvové analýze je hlavním úkolem identifikace charakteristických znaků jednotlivých odvětví. Za nejvýznamnější faktory jsou považovány [8]:

- Citlivost odvětví na hospodářský cyklus;
- Tržní struktura odvětví;
- Způsoby státní regulace v odvětví;
- Perspektivy budoucího vývoje odvětví.

1.6.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Citlivost odvětví na hospodářský cyklus dělíme do tří hledisek a to na [2]:

- Cyklická odvětví;
- Neutrální odvětví;
- Anticyklická odvětví.

Cyklická odvětví

Cyklická odvětví velmi dobře kopírují hospodářský cyklus. To znamená, že v době dobrých hospodářských výsledků dosahují dobrých výsledků. Zatímco v období recese se dostávají do potíží. Je to způsobeno tím, že oblastí produkce v tomto odvětví jsou výrobky, které může kupující odložit na pozdější dobu, a tím realizovat jejich nákup až v příznivém období. (Příklad těchto odvětví jsou stavebnictví, strojírenství.) [3] [9].

Neutrální odvětví

Neutrální odvětví nejsou již tak ovlivněny hospodářským cyklem. Do této oblasti výrobků zařazujeme výrobky, které jsou nezbytně nutné a tak jejich koupi nemůžeme odkládat. Příkladem tohoto odvětví je farmacie, potravinářský průmysl [3] [9].

Anticyklická odvětví

Anticyklická odvětví vykazují specifický charakter. Jejich nárůst převládá v období špatných hospodářských výsledků a již se jim nedaří tolik v období dobrých hospodářských výsledků. Obecně se tak hovoří o „*Gilfenově zboží*“, je to takzvaná „*zboží nouze*“ [3, s. 202] [9].

1.6.2.2 Tržní struktura odvětví

Tržní strukturu odvětví dělíme do tří oblastí a to na monopolní, oligopolní a konkurenční. Je dobré sledovat, jaké v daných oblastech působí síly, zda monopolní, nebo konkurenční [3].

1.6.2. Způsoby státní regulace v odvětví

Způsoby státní regulace v odvětví je jedním z dalších významných způsobů, jakým můžeme ovlivnit trh s akciemi. Regulace můžeme ovlivňovat různými způsoby. Regulace může být provedena určováním tzv. maximální ceny. Ceny určitých služeb a výrobků mají stanovenou maximální cenu, za kterou mohou být prodávány. Stát tímto krokem ovlivňuje výnosy firem. Tím zapříčiní stabilní zisky a dobré výsledky

na akciových trzích. Regulovanými cenami se můžeme setkat např. u elektrické energie, plynu [3].

Regulace se můžou také projevovat omezeným vstupem do odvětví. To se může projevovat udělováním licencí. Vzniká tak oligopolní prostředí. Tento jev však podporuje růst cen akcií z důvodů malé konkurence.

Další typy regulací mohou být subvence a regulace. Negativními regulacemi jsou regulace, které zvýší firmám náklady [3].

1.6.2.3 Perspektiva budoucího vývoje odvětví

Mezi základní prvky patří najít takové odvětví, které dlouhodobě roste. Proto, když hledáme takové odvětví, nemůžeme vycházet pouze z rozboru minulých výsledků, ale musíme brát v potaz i varianty možného rozvoje. Důležitým faktorem jsou i strukturální změny [3].

1.6.3 Analýza jednotlivých akciových společností

Základem dobrého prodeje akcie dané akciové společnosti je vytváření dlouhodobého zisku. Nemůžeme ovšem dát pouze na tenhle faktor. Musíme brát v potaz i dlouhodobě dosahujících hospodářských výsledků. A v neposlední řadě i budoucího vývoje. Abychom docílili tohoto zjištění, poslouží nám k tomu [5]:

- Retrospektivní analýza;
- Analýza současného ekonomické situace;
- Perspektivní analýza.

Tyto aspekty nám slouží k vyhodnocení celkové situace podniku. Avšak podstatou této části odvětví je samotný výpočet vnitřní hodnoty akcie.

Metodami, kterými můžeme stanovit vnitřní hodnotu akcie, jsou [5]:

- Dividendově diskontní modely;

- Ziskové modely;
- Kombinovaný dividendově ziskový model;
- Modely Cash-flow;
- Historické modely;
- Bilanční modely.

Dividendově diskontní modely

Dividendově diskontní modely jsou jedny z nejstarších a nejpoužívanějších metod při výpočtu vnitřní hodnoty akcie. Jsou založeny na principu součtu všech současných hodnot budoucích příjmů z akcie. Podle doby držení akcie a uvažovaných výnosů z akcie rozlišujeme dvě metody dividendových diskontních modelů.

- Dividendově diskontní modely s konečnou dobou držby;
- Dividendově diskontní modely s nekonečnou dobou držby [9].

Dividendově diskontní model s konečnou dobou držby

Používá se při očekávaném prodeji v blízké budoucnosti. Tou je myšlen 1 nebo 2 roky. Budoucí příjmy jsou tvořeny dividendami, které ještě v okamžiku prodeje budou vyplaceny a očekávaným kurzem akcie, za který budou vyplaceny. Tyto modely jsou koncipovány na krátké období díky předpovědi budoucího prodejního kurzu akcie, který není možné stanovit na dlouhé období dopředu [9].

$$VH = \frac{D_1}{1+k} + \frac{P_1}{1+k} \quad (1.1)$$

VH	vnitřní hodnota akcie
D_1	očekávaná dividenda v příštím roce
P_1	očekávaná prodejní cena akcie po jednom roce držby
k	požadovaná výnosová míra

Dividendově diskontní modely s nekonečnou dobou držby.

Tyhle modely od těch předešlých jsou využívány ve větší míře. Uplatňují se u akcií, které hodláme držet déle a v blízké budoucnosti neplánujeme jejich prodej. Tento model je založen na současné hodnotě budoucích dividend [9].

$$VH = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} \quad (1.2)$$

n označuje n -té období držení akcie

D_i očekávané dividendy v jednotlivých letech

Gordonův model

Tento model byl vytvořen Myronem J. Gordonem v roce 1962. Je vhodný pro monopolní a dospělé podniky. Využívá se, pokud očekáváme konstantní míru růstu. Mělo by být však splněno i druhé pravidlo a to že požadovaná výnosová míra musí převyšovat očekávanou míru růstu dividend, i proto se tento model nedoporučuje využívat u růstových akcií [9].

$$VH = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{k-g} \quad (1.3)$$

g míra růstu dividend

k požadovaná výnosová míra

D_1 očekávaná dividenda v prvním roce

Ziskové modely

Na rozdíl od dividendových modelů využívají pro stanovení vnitřní hodnoty, jak plyne z názvu, čistý zisk. Používají se na kratší období, a to na období maximálně tří let. Hlavním bodem ziskových modelů je P/E price-earning ratio. Hodnota P/E vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii. Tím tedy vyjadřuje jaký násobek čistého zisku na akcii je investor ochoten za jednu akcii zaplatit [9].

Pro stanovení vnitřní hodnoty používáme **průměrné P/E** které se využívá, pokud investor má zájem držet akcii pouze v krátkodobém období. Průměrné P/E_p , můžeme dostat, jak výpočtem, tak i ze statistik, nebo daty zveřejňovanými burzou [9].

$$VH = E_1 \cdot \left(\frac{P}{E} \right)_p \quad (1.4)$$

E_1 očekávaný zisk na jednu akcii dané společnosti v příštím roce

P/E_p průměrná hodnota P/E daného odvětví na trhu

Normální P/E je odvozeno od Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu. U tohoto modelu předpokládáme konstantní dividendový výplatní poměr. Z toho důvodu míra růstu je stejná, jako míra růstu dividend. Pro vyjádření P/E použijeme vzorec [9]:

$$(P/E)_N = \frac{P}{k - g} \quad (1.5)$$

p dividendový výplatní poměr

k požadovaná výnosová míra z akcie

g míra růstu zisku společnosti

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie za použití normálního P/E po dosažení vypočítaného P/E použijeme vztah:

$$VH = E_1 \cdot \left(\frac{P}{N} \right)_N \quad (1.6)$$

E_1 očekávaný zisk na jednu akcii v příštím roce

$(P/E)_N$ hodnota normální P/E ratia

Kombinovaný dividendový a ziskový model se skládá ze současné hodnoty budoucích dividend a tržní ceny akcie k termínu ukončení toku dividend [9].

$$VHA = SHDT_T + SHT_C \quad (1.7)$$

$SHDT_T$ současná hodnota všech dividend za časově omezené období

SHT_C současná hodnota tržní ceny, která je stanovena na základě modelu P/E

Modely Cash-flow

Využíváme, pokud se snažíme analyzovat akcie dané akciové firmy z hlubšího hlediska. Rozumí se tím i jeho volné peněžní prostředky, které jsou zadržovány na úrovni společnosti. A ne, jak je tomu u dividendových modelů, že se analyzuje pouze čistý zisk, který je vyplácen akcionářům [9].

Free Cash Flow to Equity

Je považován za nejvýznamnější model z Cash Flow modelů. Vnitřní hodnotu kalkuluje tento model s pomocí údajů o volných peněžních prostředcích, které zůstanou akcionářům z čistého zisku po úhradách úroků a splátek. Dále je tento model navyšován o odpisy, jež představují v podstatě další volné prostředky [9].

FCFE=

+ Čistý zisk z provozní činnosti

+ Odpisy

- Investiční výdaje

- Změna v pracovním kapitálu

- Splátky dluhů

+ Nové emise dluhových instrumentů (1.8)

Pro akcie stabilních firem se používá jednostupňový model FCFE s konstantním růstem.

Pro akcie růstových firem se využívá dvoustupňový skokový FCFE model [9].

Jednostupňový model FCFE:

$$VH = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_0(1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}} \quad (1.9)$$

$FCFE_0$	běžná hodnota veličiny FCFE ve výchozím roce
$FCFE_1$	očekávaná hodnota veličiny FCFE v příštím roce
k	požadovaná výnosová míra z akcie
g_{FCFE}	míra růstu veličiny FCFE

U tohoto způsobu výpočtu se mohou objevit i rizika, jako jsou odhad, nebo výpočet míry růstu FCFE. Z dlouhodobého hlediska veličina cash flow je velmi kolísavá, a z toho důvodu nemusí vždy vystihnout aktuální trend této ekonomické veličiny [9].

Historické modely

Pracují s veličinami, jako jsou tržby, dividendy, účetní hodnoty a cash flow. Následně minulý vývoj těchto veličin je průměrován a z těchto průměrů jsou vytvářeny historické poměry. Vždy průměrného akciového trhu k průměrným hodnotám zbývajících veličin. Historické poměry jsou následně násobeny očekávanou veličinou [9].

Historický model dividend

Tento model poměřuje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii [9].

$$VH = \frac{P_T}{D_T} \cdot D_1 \quad (1.10)$$

P_T	průměrná historická cena akcie
D_T	průměrná historická výše dividend na jednu akcii
D_1	očekávaná výše dividend na jednu akcii v příštím roce

Historický model tržeb

Tento model na rozdíl od toho předešlého poměřuje průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou výší dividend na jednu akcii [9].

$$VH = \frac{P_T}{S_T} \cdot S_1 \quad (1.11)$$

P_T průměrná historická cena akcie

S_T průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii

S_1 očekávaná výše tržeb pro příští rok

Bilanční modely

Tyto modely, vycházejí při výpočtu vnitřní hodnoty akcie ze zveřejněných účetních výkazů dané akciové společnosti v tomto případě, budou vycházet z účetních výkazů společnosti ČEZ a. s. [9].

U těchto modelů se zejména využívají modely[9]:

- Účetní hodnota
- Substituční hodnota
- Likvidační hodnota
- Reprodukční hodnota
- Substanční hodnota

V této práci bude použit model účetní hodnoty, takže bude i více rozebrán. Tento model porovnává rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Tuto vypočítanou hodnotu vydělíme počtem emitovaných akcií, a tím získáme účetní hodnotu jedné akcie. Tento postup je nezbytný pro stanovení P/BV [9].

$$P / BV = \frac{P_A}{BV_A} \quad (1.12)$$

P/BV	poměr mezi tržní cenou a účetní hodnotou
P_A	průměrná tržní cena
BV_A	průměrná účetní hodnota

$$VH = \frac{P}{BV} \cdot BV_1 \quad (1.13)$$

P/BV	poměr mezi tržní cenou a účetní hodnotou
BV_1	očekávaná účetní hodnota v příštím roce

1.7 Technická analýza

Technická analýza oproti fundamentální, která porovnává cenu akcie na akciovém trhu s vnitřní hodnotou (teoretickou cenou), zda je podhodnocena nebo nadhodnocena. Technická analýza se používá k předpokladu budoucího vývoje kurzu akcie. Dále nám může sloužit k analýze tržního vývoje akciového trhu. Technická analýza má i za úkol stanovit vhodnou dobu pro nákup či prodej jednotlivých akciových titulů. Z tohoto důvodu lze technickou analýzu považovat za krátkodobou. Dříve se technická analýza moc nevyužívala díky grafické vyhodnocovací náročnosti. Poslední dobou se začala využívat ve větší míře za přispění moderních technologií a technických indikátorů [8].

- Dowova teorie;
- Teorie Elliottových vln.

Základní druhy grafů, které se používají při technické analýze, jsou jednoduché čárové (liniové) a čárkové (sloupkové) grafy. Na vertikální ose zobrazují vývoj akciových kurzů a na horizontální ose pak dobu jejich vzniku [8].

- Čárové grafy;
- Čárkové grafy.

1.8 Psychologická analýza

Psychologická analýza je založená na předpokladu, že trh je ovlivňován emocemi investorů. Je pod silným vlivem masové psychologie. Budoucí vývoj akcií ovlivňuje chování davu, jenž je veden buď k nákupu, nebo k prodeji. Nejvýznamnější koncepce, které se zabývají vlivem masové psychologie na vývoj kurzů akcií [8]:

- Keynesova spekulativní rovnovážná hypotéza;
- Kostaolanyho burzovní psychologie;
- Teorie spekulativních bublin;
- Drasnarova koncepce psychologické analýzy.

2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

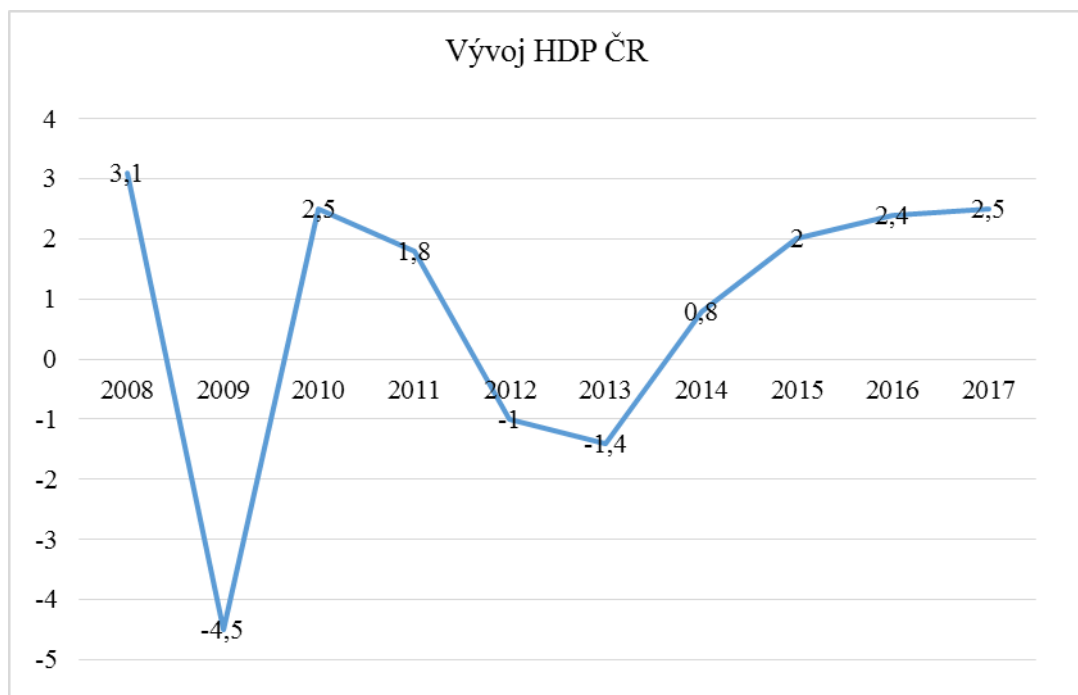
Tato kapitola bude věnována makroekonomické a odvětvové analýze, které budou zkoumat vývoj ekonomiky České republiky a vývoj odvětví energetiky.

2.1 Globální analýza

Globální analýzou (makroekonomickou analýzou) zkoumáme dopady ekonomiky na vývoj ceny akcie. Globální analýza byla vypracována z veřejně dostupných údajů, které jsou zveřejňovány Českým statistickým úřadem, Eurostatem, Ministerstvem financí a Ministerstvem práce a sociálních věcí.

2.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Z dlouhodobého hlediska může pozorovat, že vývoj akciových trhů do značné míry kopíruje křivku vývoje ekonomiky. Z krátkodobého a střednědobého hlediska tento efekt nemůžeme brát v potaz. Pokud ekonomika roste, můžeme očekávat růst i na akciových trzích. Tento vývoj platí samozřejmě i opačným směrem. Pro zobrazení vývoje ekonomiky se používá ukazatel hrubého domácího produktu [3].



Graf č. 1: Vývoj HDP ČR v letech 2008 až 2017

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů Ministerstva financí)

Hrubý domácí produkt před rokem 2009 dosahoval nejlepších výsledků České republiky v její krátkodobé historii. V roce 2006 dosáhl historické hranice, kde se HDP pohybovala s ročním růstem kolem 7%. Roky 2007 i 2008 se nesly také v duchu růstu, ale už ne tak razantního, jako v roce 2006. Tempo růstu v roce 2007 dosahovalo 5,7 % a v roce 2008 to bylo 3,1 %. Podle ČSÚ, takto dobrých výsledků, bylo dosahováno za pomoci výkonosti průmyslu. V roce 2006 zaznamenal index průmyslové produkce meziroční nárůst 10 %. Pomohlo tomu především strojírenské odvětví a zejména automobilní průmysl. Další dva roky se dále nesly v růstovém duchu, ale ve čtvrtém kvartálu roku 2008 přišel pokles téměř 13 %. Již zde se začínala projevovat ekonomická krize. Důkazem toho je pokles zakázek v hlavních průmyslových odvětvích ekonomiky o téměř 25 % [15].

V roce 2009 se ekonomická krize v českém hospodářství projevila naplno a způsobila propad meziročního růstu HDP o -4,5 %. Tento pokles byl především způsoben útlumem průmyslu a zahraničního obchodu, zboží a služeb. Největší vliv ovšem na vývoj HDP podle agentury Czechtrade měly výdaje na tvorbu hrubého kapitálu, které meziročně reálně klesly o 17,1 % [14].

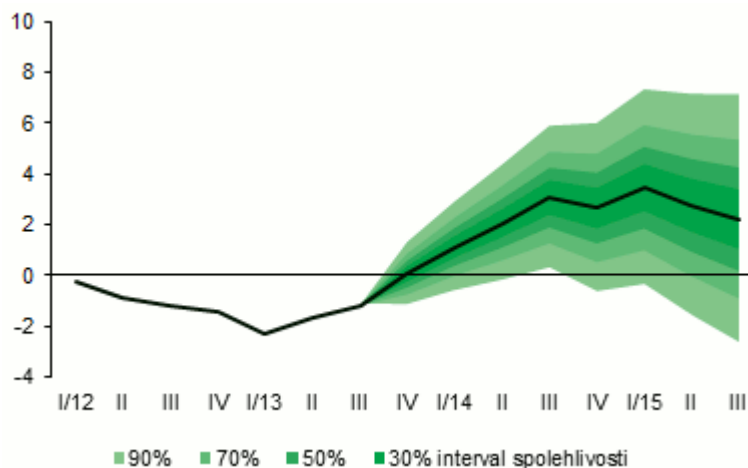
V letech 2010 a 2011 jde vidět, že křivka HDP nabrala růstovou tendenci. Bylo to způsobeno zotavováním zpracovatelského průmyslu. Růst tohoto průmyslového odvětví po celý rok 2010 zrychloval, a to díky především novým zakázkám, které přicházely i ze zahraničí. Pokles byl zaznamenán především ve stavebnictví.

Rok 2012 přinesl další vlnu poklesu české ekonomiky „recese“. V 1. čtvrtletí přidaná hodnota stagnovala, ale v průběhu roku oslabovala 3. čtvrtletí na -1,5 % a v posledním čtvrtletí roku 2012 až na -1,7 %. Zpomalení dynamiky růstu bylo vidět v průběhu roku ve všech významných odvětvích. Snížená poptávka našich tradičních exportních destinací se také podílela na produkci celého průmyslu. Průmyslová produkce meziročně oslabila o -0,7 % [13].

Rok 2013 začal s pokračující recesí a meziročním poklesem o 0,9 %. Během roku 2013 se výkonost ekonomiky začala pomalu zlepšovat. První tři čtvrtletí jsme zaznamenali

pokles propadu (z -2,2 % přes -1,6 % až na -1 %) a v posledním čtvrtletí roku 2013 proti roku 2012 stoupl HDP o 1,3 %. Velkou měrou k růstu přispěl výběr daní. Další podstatnou měrou na zlepšené ekonomice se podílely investice, ty stouply oproti 3. čtvrtletí o 10,7 mld. Kč [13].

Predikce HDP na roky 2014 a 2015:



Graf č. 2: Prognóza vývoje HDP v ČR

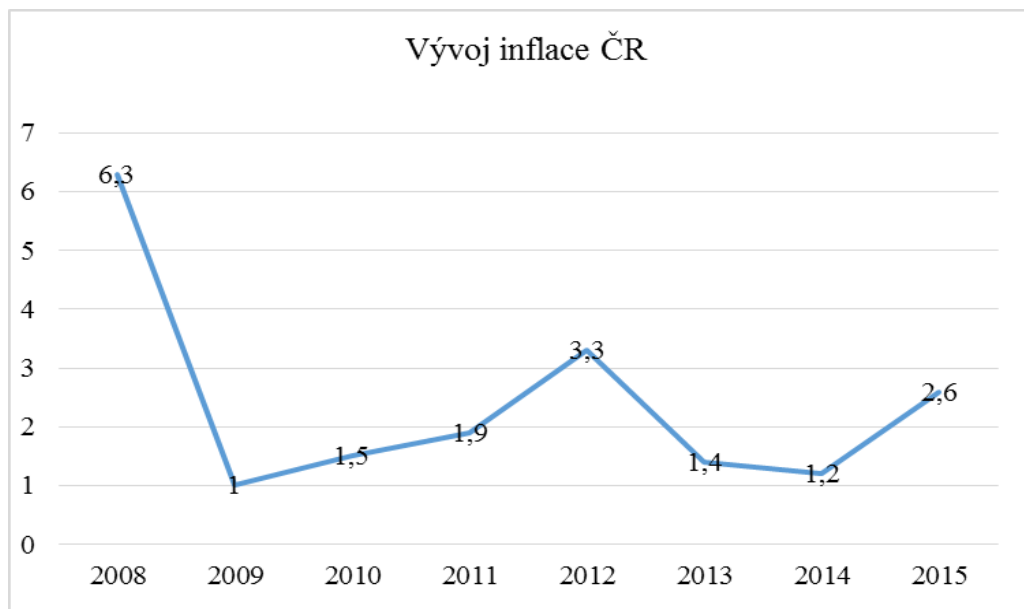
(Zdroj: ČNB)

Vějířový graf zachycuje nejistý budoucí vývoj vydaný ČNB, sezonně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásma zachycuje prognózy odpovídající zhruba 30 % spolehlivosti intervalu. Rozšiřující se pásma zachycují postupně vyvíjející se pravděpodobnost s 50 %, 70 % a 90 % pravděpodobností.

2.1.2 Inflace

Míru inflace vyjadřujeme pomocí indexu spotřebitelských cen (nejpoužívanější způsob vyjádření míry inflace). Indexem spotřebitelských cen vyjadřujeme průměrnou cenovou hladinu 12 posledních měsíců proti průměru 12 předchozích měsíců.

Z vývoje grafu vidíme, že největší míra inflace dosahovala v roce 2008, která nabývala hodnoty 6,3 %. Tato hodnota byla nejvyšší za posledních 10 let. Na takto vysoké míře inflace se podílelo spoustu faktorů v čele se zvýšením DPH z 5 % na 9 % [15].



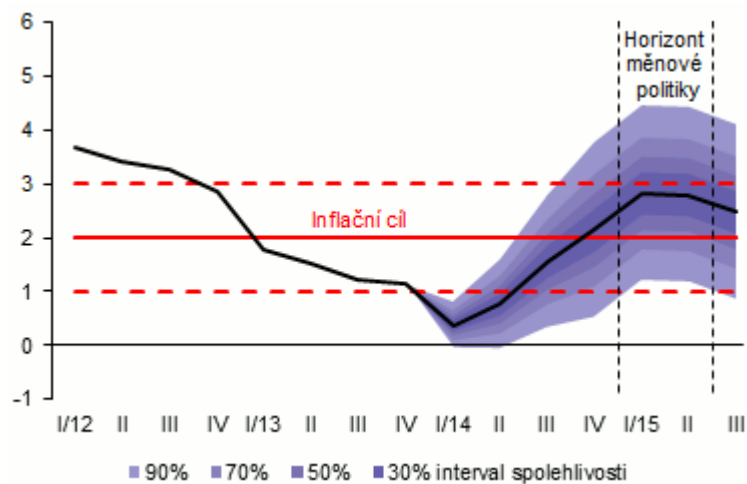
Graf č. 3: Vývoj inflace ČR v letech 2008 až 2015

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČSÚ)

V roce 2009 se míra inflace pohybovala kolem 1pb, za takto nízkou inflaci vděčíme hlavně snížení cen pohonných hmot o 11,8% a snížení cen potravin a nealkoholických nápojů. V dalších letech vývoje, jak plyne z grafu, se míra inflace zvyšovala na 1,5 % v roce 2010, 1,9 % v roce 2011 a 3,3 % v roce 2012 [14].

Hlavním faktorem zvyšující inflaci v roce 2012 byly nepřímé daně, kdy vzrostlo DPH z 10 % na 14 %. V roce 2013 odezněl primární vliv zvýšení DPH a inflace klesla na 1,4 %. V letošním roce tedy v roce 2014 by se měla průměrná roční inflace pohybovat na dolní hranici tolerančního pásma. Ke konci roku by se měla inflace zvyšovat za přispění oslabeného kurzu. [13].

V roce 2015 se bude inflace podle predikce ČNB pohybovat v horní polovině tolerančního pásma.

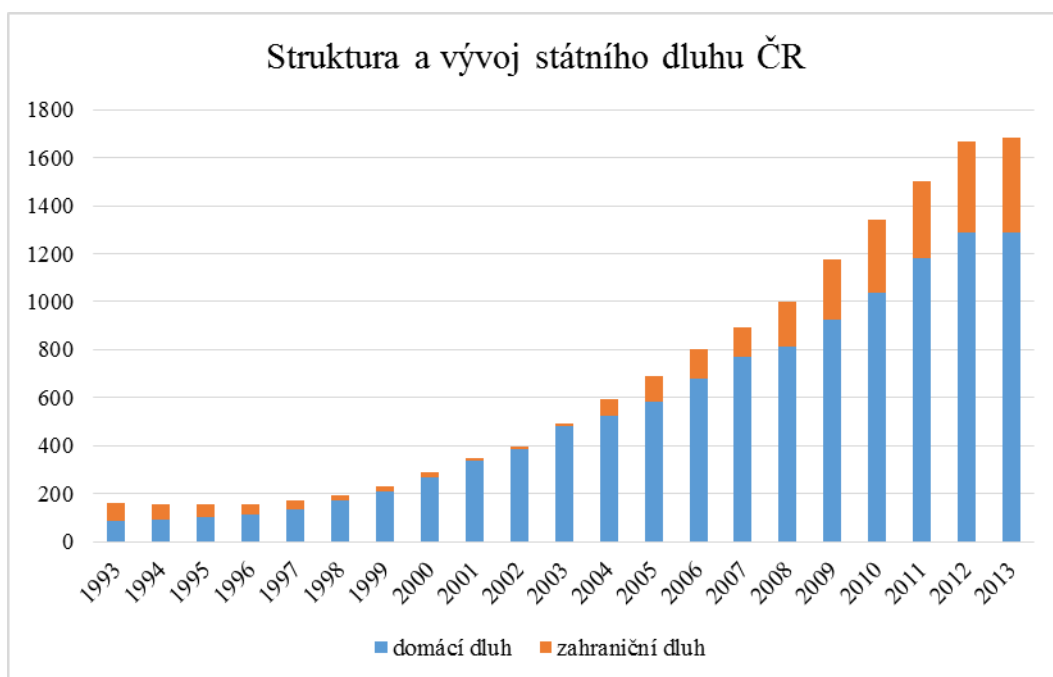


Graf č. 4: Prognóza vývoje inflace v ČR

(Zdroj: ČNB)

2.1.3 Fiskální politika

Fiskální politikou rozumíme správu a řízení příjmů, výdajů a dluhů vlády daného státu. Poměřovat ji budeme pomocí vývoje státního dluhu, vývoje schodků státního rozpočtu a tempa růstu státního dluhu.

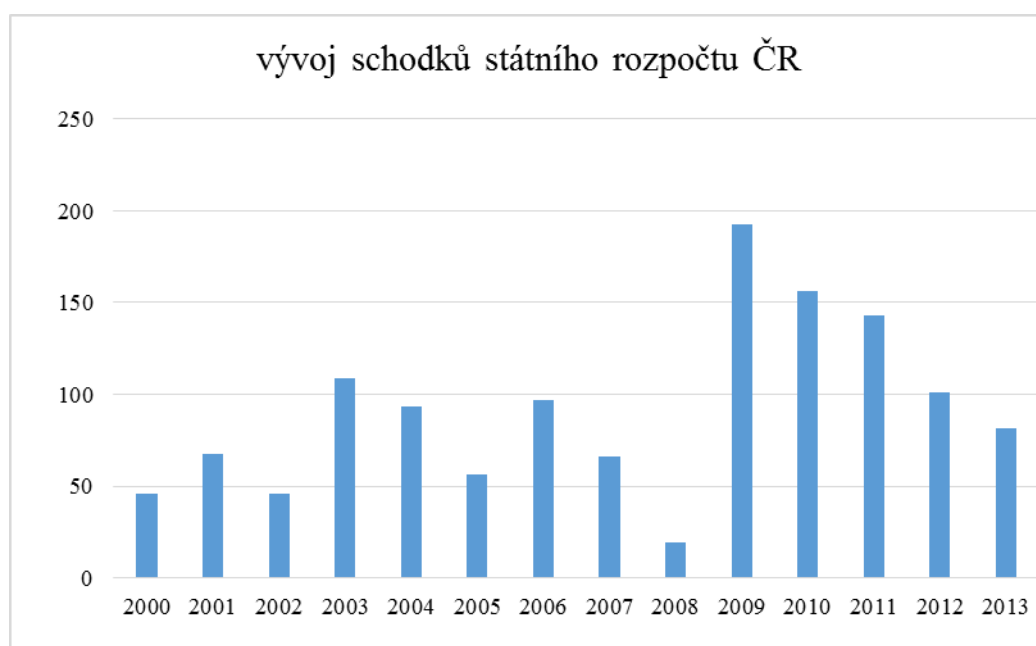


Graf č. 5: Struktura a vývoj státního dluhu ČR

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů Ministerstva financí)

Státní dluh se skládá ze dvou částí, a to domácího a zahraničního dluhu. Mezi domácí dluh řadíme především státní pokladniční poukázky, středně dobé a dlouhodobé státní dluhopisy a spořicí státní dluhopisy. Do zahraničního dluhu spadají především půjčky od Evropské investiční banky (EIB).

V roce 2013 byl státní dluh ve výši 1683,3 Kč. Zahraniční dluh byl tvořen zhruba 35 % z toho 19 % bylo tvořeno v cizí měně. Oproti roku 2012 klesly státní pokladniční poukázky o 75 mld. Kč a emise zahraničních dluhopisů klesly o 69 mld. Kč, i přesto se státní dluh navýšil o 15,7 mld. Kč. Jedná se avšak o nejmenší navýšení státního dluhu od roku 1997 [13].



Graf č. 6: Vývoj schodků státního rozpočtu ČR
(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů Ministerstva financí)

V letech 2000 až 2002 hovoříme o kombinaci cyklických a strukturálních schodků. V letech 2003 a 2009 mluvíme o schodcích státního dluhu strukturálních. Od roku 2010 se jedná o schodky cyklické.

V roce 2008 přísná restrikce státního rozpočtu vyústila v nejpříznivější výsledek státních financí za posledních 12 let. Schodek státního rozpočtu činil 19,4 mld. Kč,

v poměru k HDP se zmenšil na 0,5 % oproti roku 2007, kde hodnota činila 1,9 % HDP. Výdaje meziročně poklesly o 0,8 % a příjmy stouply o 3,8 % [15].

Jak můžeme vidět z grafu rok 2009, přinesl nejhorší výsledek státních financí v historii ČR. Deficit rozpočtu činil 192,4 mld. Kč tj. 5,3 % HDP. Celkové příjmy klesly meziročně o 8,4 % a výdaje vzrostly o 7,7 %. Výsledek takto katastrofálního deficitu byl zapříčiněn především vlivem nižšího inkasa daní. Daňové příjmy bez pojistného klesly meziročně o 10,9 %. Tento výsledek byl důsledkem ekonomické krize, které se naplno projevila právě v roce 2009, kde se česká ekonomika propadla o 4,7 % [16].

Vývoj v dalších letech přináší pokles deficitu státních schodků. Důvodem poklesů v těchto letech je do jisté míry zotavování ekonomiky ČR. Další důvodem jsou přijímaná výdajová a příjmová opatření. Zejména škrtý ve výdajích státu. V roce 2010 byl deficit 156,4 mld. Kč a k nominálnímu HDP činil schodek 4,3 %. Ke snížení schodku došlo hlavně vlivem masivních škrťů ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku [14].

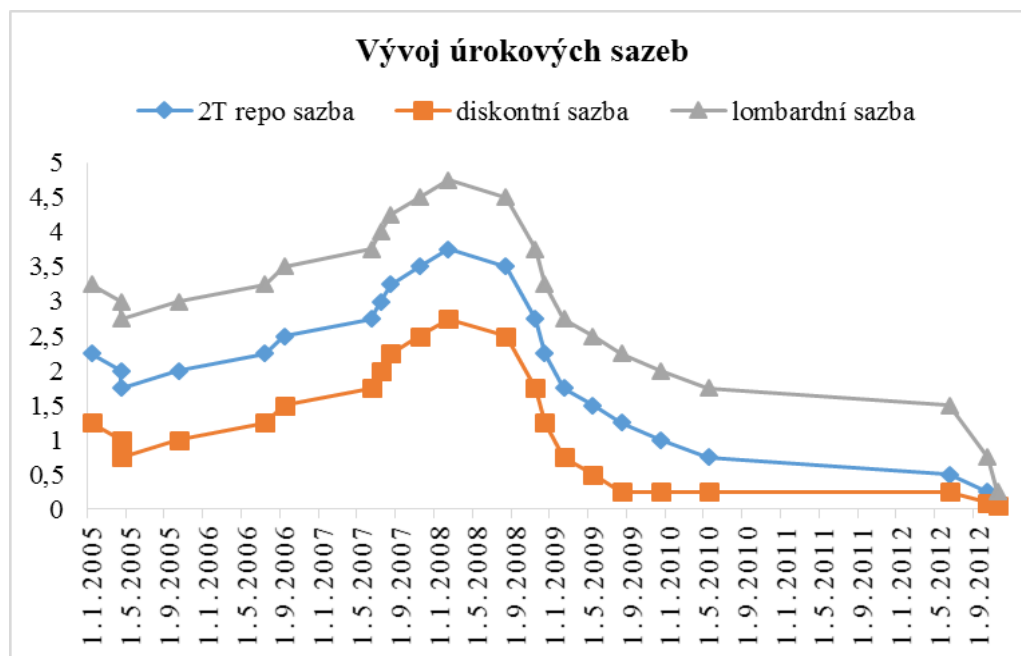
V roce 2011 se jednalo o schodek státního rozpočtu ve výši 142,8 mld. Kč. K nominálnímu HDP schodek činil 3,7 %. V roce 2012 byl státní schodek 101 mld. Kč a byl nižší oproti plánovanému schodku o 4 mld. Kč. K nominálnímu HDP činil schodek 2,6 %. Zlepšení bylo způsobeno zvýšením příjmů, oproti roku 2011 o 3,8 % a to jak v daňové, tak i nedaňové oblasti [17].

Rok 2013 skončil nejnižším schodkem od počátku hospodářské krize a to ve výši 81,3 mld. Kč. V poměru k nominálnímu HDP se zmenšil na 2,1 %. Výdaje sice meziročně vzrostly o 1,8 %, ale oproti tomu rostly také příjmy a to o 3,8 %. Rostly příjmy, jak nedaňové tak i kapitálové o 31 mld. Kč. Daňové příjmy se zvětšili vlivem inkasa DPH, které vzrostlo o 31 mld. Kč. V roce 2014 by se schodek státního dluhu měl pohybovat kolem 100 mld. Kč [13].

2.1.4 Úrokové sazby

Úrokové sazby budeme poměřovat pomocí lombardní sazby, diskontní sazby a 2T repo sazby. Lombardní sazbou se stanovuje horní mez pohybu krátkodobých sazeb na

peněžním trhu. Lombardní sazba je využívána k úročení likvidity, kterou ČNB poskytuje komerčním bankám. Diskontní sazba udává dolní mez pohybu krátkodobých sazeb na peněžním trhu. Diskontní sazba je využívána k úročení přebytečné likvidity, která je ukládána komerčními bankami u ČNB přes noc. A poslední 2T repo sazba pomocí, které je úročena přebytečná likvidita komerčních bank. Je úročena u ČNB pomocí dvoutýdenních repo tendrů.



Graf č. 7: Vývoj úrokových sazeb
(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB)

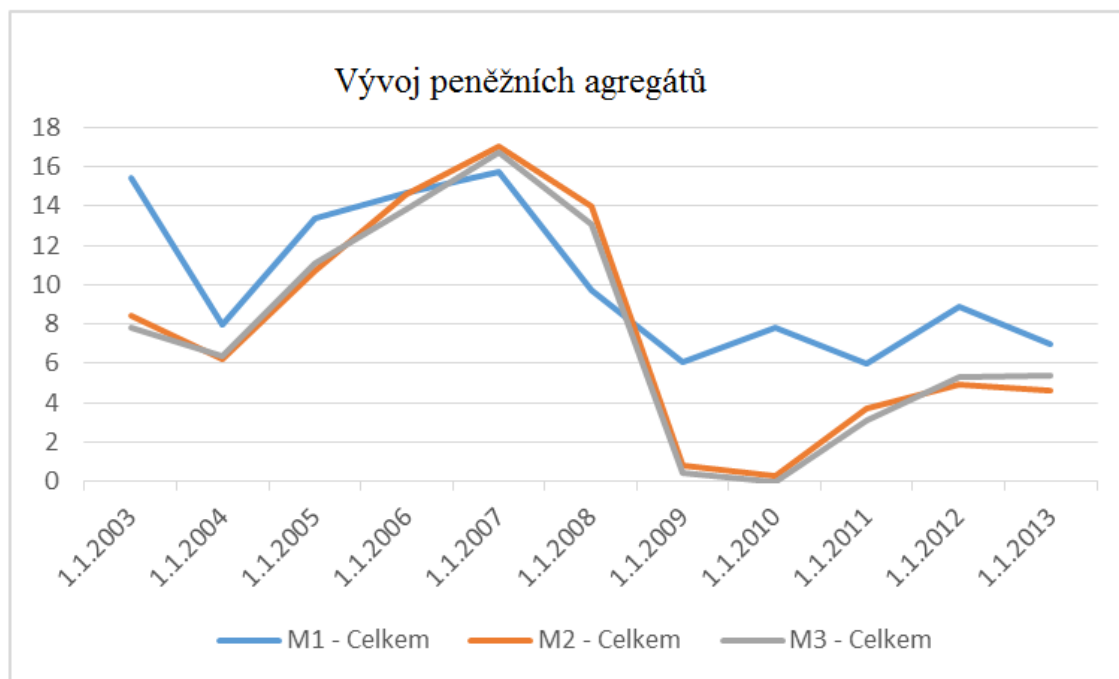
Jak můžeme vypozorovat z grafu, tak roky 2005 až 2008 vedly k neustálému navyšování všech tří sazeb. ČNB postupně navyšovala sazby díky velkému růstu české ekonomiky. Na nejvyšší historické úrovni se sazby pohybovaly 8. 2. 2008. Kdy 2T repo sazba se pohybovala na 3,75 %, diskontní sazba byla na 2,75 % a lombardní sazba byla na 4,75 % [15].

Od 8. 8. 2008 se začaly všechny zmiňované sazby ČNB snižovat vlivem snižování ekonomického růstu, který byl podmíněn začínající krizí. Důvodem nebylo pouze snižování ekonomického růstu, ale také posilující koruna. ČNB ve snižování sazeb pokračovala díky špatnému výhledu do budoucna. Na historické minimum se sazby

dostaly 2. 11. 2012, kdy 2T repo sazba se pohybovala na 0,05 %, diskontní sazba na stejné hodnotě, jako 2T repo sazba tedy na 0,05 % a lombardní sazba byla snížena na hodnotu 0,25 %. ČNB ponechala výši sazeb do nyníška [18].

2.1.5 Peněžní nabídka

Peněžní nabídku budeme hodnotit pomocí peněžních agregátů M1, M2 a M3. Představují množství peněz, které se nacházejí v ekonomice. Peněžní agregáty jsou nástrojem ČNB, která pomocí monetární politiky s nimi hospodáří. Pro vývoj akciových trhů je peněžní nabídka velmi důležitá. Jakým způsobem působí peněžní nabídka, je podrobně popsáno v odstavci 1.6.1.3.



Graf č. 8: Vývoj peněžních agregátů

(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČNB)

Jak můžeme vypočítat z grafu, tak největších hodnot peněžní agregáty dosahovaly v roce 2007 přesněji ve čtvrtém čtvrtletí roku 2007. Agregát M1 byl těsně pod hranicí 16 %, M2 dosahoval tempa růstu 17 % a M3 se pohyboval na hranici 16,7 %. Po roce 2007 začaly hodnoty klesat na historická minima díky vlivu ekonomické krize. Hodnoty agregátu M3 se dokonce na krátkou dobu dostal do záporných čísel. V roce 2011, kdy

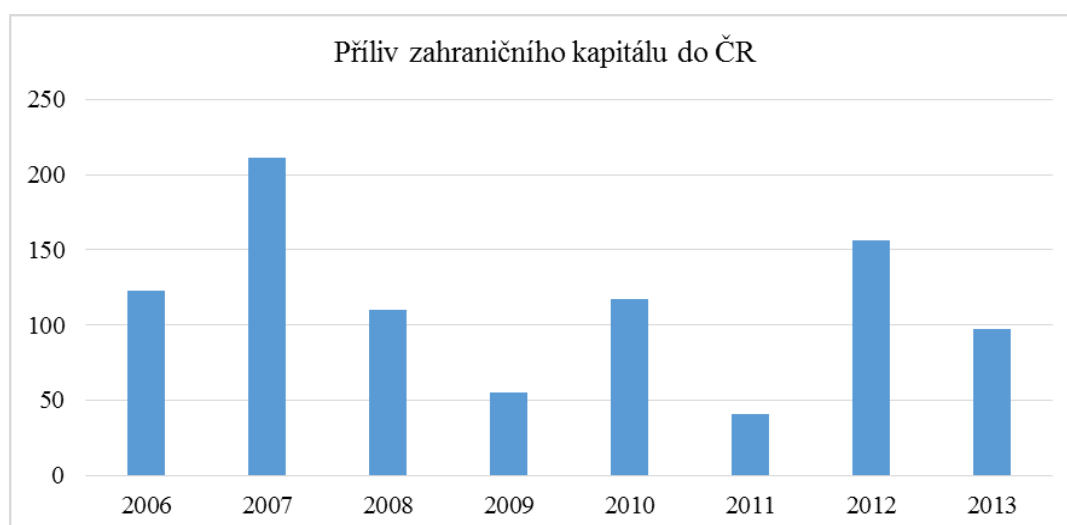
se začala výkonnost ekonomiky zotavovat, započal růst ukazatelů M1, M2 a M3. Růstové hodnoty se projevují i ve vzrůstajících hodnotách cen akcií [15].

2.1.6 Příliv a odliv zahraničního kapitálu

Jak již bylo vysvětleno v teoretické části této práce, tak příliv zahraničního kapitálu má vliv na růst akciového trhu a naopak odliv peněz způsobuje pokles trhu.

V roce 2013 zaznamenala česká ekonomika příliv 97,7 mld. Kč v podobě přímých investic. Oproti roku 2012 (ve kterém byl zaznamenán největší příliv zahraničního kapitálu za posledních pět let) byl zaznamenán pokles o 58 mld. Kč, ale i přes tento fakt zahraniční investoři díky reinvestovaným ziskům a novým kapitálovým vstupům ponechali v ČR 155,6 mld. Kč, to je nejvíce od roku 2007. Na druhou stranu byly i spláceny úvěry mateřským společnostem do zahraničí. Tato hodnota v roce 2013 činila 57,9 mld. Kč, což je nevyšší zaznamenaný roční objem odlivu. Oproti roku 2012 jsme registrovali větší zájem o české akcie [13].

V roce 2011 přímé investice činily pouze 41 mld. Kč, z čehož 18,8 mld. Kč připadlo na reinvestované zisky a investice do základního jmění. České firmy v roce 2011 investovaly v zahraničí přes 26 mld. Kč. Tato investovaná částka českých firem znamenala největší investice od roku 2009 [17].



Graf č. 9: Příliv zahraničního kapitálu do ČR
(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČSÚ)

2.2 Globální analýza zahraniční působnosti skupiny ČEZ

V tomto úseku práce, chci přiblížit působení akciové společnosti ČEZ v zahraničí. Její působnost sahá především do několika zemí střední a jihovýchodní Evropy. V těchto zemích působí především jako distributor výroby, obchodu a prodeje elektřiny. Mezi země působnosti patří zejména Polsko, Rumunsko, Bulharsko, Maďarsko, Slovensko a Turecko.

2.2.1 Polsko

Oproti ostatním zemím v EU se vyvíjela polská ekonomika poměrně příznivě. Ovšem oproti roku 2012 zaznamenala snížení růstu HDP na 1,6 %, směrem vzhůru se začala vyvíjet v druhé polovině roku a růstovou tendenci by měla držet i v roce 2014. Predikce Polské národní banky předpovídá růst HDP až na hranici 3,6 %. V roce 2012 se polské HDP zastavilo na hranici růstu 1,9 % a v roce 2011 na hranici 4,5 % [19].

V Polsku skupina ČEZ vyrobila v roce 2013 2 550 GWh, což představuje meziroční nárůst o 13 %. Nárůst byl zejména způsoben nižší vyjednanou cenou uhlí pro elektrárnu v Skawina. Dále v roce 2013 se podařilo skupině ČEZ v Polsku otevřít novou vodní elektrárnu Borek Szlachecki. Nepříznivý vývoj byl zaznamenán ve výrobě elektrické energie pomocí spalování biomasy. V tomto segmentu klesla výroba o 40 % oproti roku 2012. Tento nepříznivý jev byl způsoben nepříznivým vývojem tržních podmínek. V roce 2014 předpokládá ČEZ vyrobit na území Polska 2,36 TWh elektřiny [25].

2.2.2 Bulharsko

Bulharská ekonomika se nachází v posledních letech ve velmi mírném růstu HDP. Největším problémem, se kterým se ekonomika Bulharska vypořádává, je obrovská nezaměstnanost pohybující se kolem 12 %. Vývoj HDP v roce 2013 zaznamenal růst o 0,5 %. V předešlých letech zaznamenávalo taky mírného růstu HDP, a to v roce 2012 o 0,8 %, 2011 o 1,8 % a v roce 2010 o 0,4 % [20].

Bulharsko nebylo v roce 2013 pro skupinu ČEZ příznivým trhem. Produkce v uhelných elektrárnách klesla oproti roku 2012 o 63 % důvodem tak razantního poklesu byla

zejména regulace trhu. Dalším důvodem nepříznivého vývoje bylo zahájení regulátora bulharského trhu (ESO) řízení na odebrání licence pro společnost CEZ Elektro Bulgaria AD. Toto řízení bylo zahájeno podle společnosti ČEZ za údajné porušení zákona. Společnost ČEZ podala stížnost k Evropské komisi kvůli způsobu odebírání licence v oblasti energetiky a myslí si, že je v rozporu s bulharským právem. I přes zmiňované problémy, které skupina ČEZ má v Bulharsku, plánuje pro rok 2014 navýšení distribuce elektřiny [25].

2.2.3 Rumunsko

V roce 2012 rumunská ekonomika zaznamenala růst o 0,2 %. Bylo to způsobeno zejména krutou zimou, velké neúrodě a zvýšením cen potravin. V roce 2013 rumunské HDP rostlo o 3,5 % oproti roku 2012. Růst byl způsoben zejména růstem v průmyslu (+2,3 %) a zemědělstvím (+1,1 %). Pro rok 2014 se očekává zpomalení růstu, velký problém, který se očekává je pohyb inflace kolem 3,4 % [21].

Rok 2013 znamenal navýšení výroby a distribuce elektrické energie. Důvodem bylo spuštění plného provozu větrných elektráren. Menší oslabení bylo zaznamenáno ve výrobě z vodních elektráren díky investicím do modernizací. V roce 2013 skupina ČEZ investovala v Rumunsku na modernizaci a distribuci 2,1 mld. Kč [25].

2.2.4 Turecko

Na základě ekonomických výsledků je Turecko považováno za posledních pár let rychle se rozvíjející ekonomikou. Svůj vzestup potvrdila i svým vývojem v roce 2013, kdy se HDP mírně zvýšilo oproti roku 2012, kdy dosahovalo růstu 2,2 %. Zatím nejsou zveřejněny všechny výsledky za minulý rok, ale HDP ve 3. čtvrtletí oproti stejnému čtvrtletí v roce 2012 rostlo o 4,4 % [22].

Díky oslabení liry vůči americkému dolaru o 20 % a dlouhodobé inflaci se v roce 2013 turecká ekonomika nacházela ve špatném stavu. Projevilo se to zejména na vysokém deficitu běžného účtu platební bilance a nezájmu zahraničních investorů. Nezájem zahraničních investorů byl do jisté míry vyvolán i zvyšujícími se náklady na pracovní sílu. Skupina ČEZ působí v Turecku s místním partnerem, konkrétně se jedná o společnost Akenerji Elektrik Üretim A.S.. Výroba a distribuce klesla v roce 2013

oproti roku 2012 o 645 GWh. Pokles byl způsoben úspěšným prodejem jedné z uhelných elektráren a také suchem, který neumožňoval plnou výrobu ve vodních elektrárnách. Výše investic dosahovala za rok 2013 5,4 mld. Kč. Předpoklad pro rok 2014 je navýšení výroby elektřiny, ale pokles distribuce elektřiny oproti předešlým létům hlavně z důvodů vývoje cenové situace na tureckém trhu [25].

2.2.5 Maďarsko

Maďarská ekonomika se v posledních letech nenachází ve velmi dobré kondici. V roce 2013 zaznamenalo mírný růst o 0,7 % oproti roku 2012, kdy HDP kleslo o 1,7 %. Za tento jev do značné míry může nestabilní politika, vysoká inflace a velká nezaměstnanost. V roce 2013 se povedlo snížit inflaci i nezaměstnanost a obnovit mírný růst průmyslu, zemědělství, maloobchodu. Predikcí HDP pro rok 2014 podle maďarského ministerstva financí, je růst HDP o 1,9 % [23].

V Maďarsku se skupina ČEZ řadí mezi nejvýznamnějšího alternativního dodavatele elektřiny. V roce 2013 byl výsledek hospodaření negativně ovlivněn změnou regulačních podmínek v oblasti obnovitelných zdrojů. V roce 2014 předpokládá společnost navýšení distribuce elektřiny o 248 GWh [25].

2.2.6 Slovenská republika

Slovenská ekonomika v roce 2013 vzrostla o 0,9 % HDP. V roce 2014 předpokládá Slovenská národní banka růst ekonomiky o 2,2 % HDP. Zvýšení růstu ekonomiky v roce 2014 se očekává díky zvýšení průmyslové výroby, která započala ve 4. čtvrtletí v roce 2013. Oproti stejnému období v roce 2012 totiž průmyslová výroba vzrostla o 6,8 % [24].

Na území Slovenska se angažuje ČEZ společenstvím ve skupině CM European Slovakia, s. r. o., která se zabývá výrobou elektřiny a tepla. Distribuci zajišťuje CEZ Slovensko, s. r. o. V roce 2013 prodal ČEZ na území Slovenska 1482 GWh elektřiny. Rok 2014 předpokládá obdobný prodej elektřiny [25].

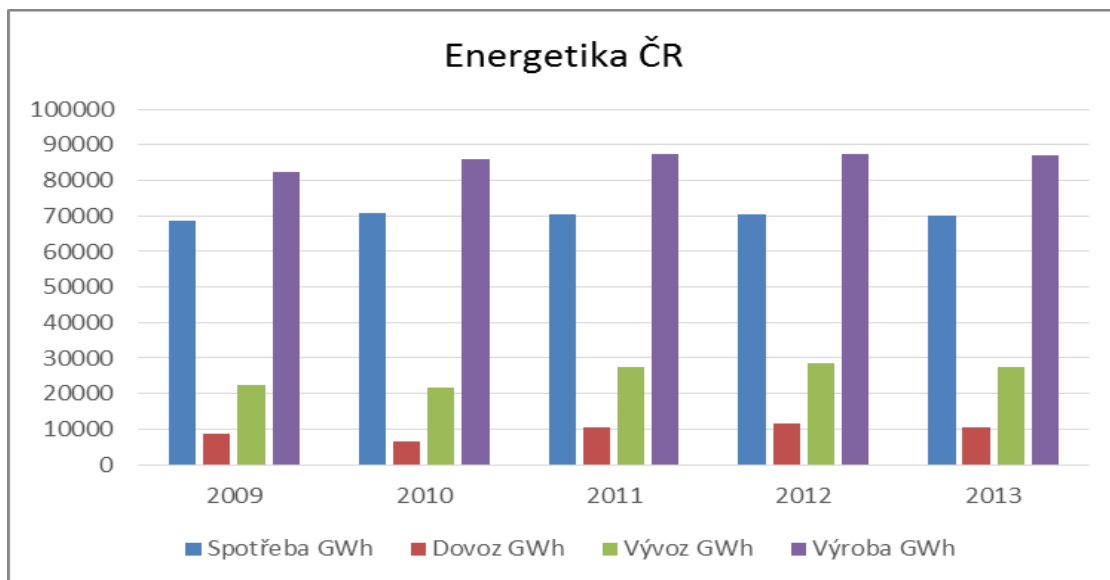
2.3 Oborá analýza

Energetický průmysl se řadí mezi nejvýznamnější průmyslová odvětví. Je to pochopitelné, protože bez energie by ostatní průmyslová odvětví nemohla skoro fungovat. Zdroje energie se dělí na obnovitelné a neobnovitelné. V ČR stále největší podíl na výrobě elektřiny mají uhelné elektrárny, které v roce 2013 vyprodukovaly 46 % z celkové čisté výroby elektřiny. Jaderné elektrárny vyprodukovali 36 %. Posledním větším producentem elektřiny v ČR jsou vodní elektrárny, které se v roce 2013 postarali o necelých 5 % produkce [26].

V České republice se nachází 25 tepelných elektráren, které jsou nyní v provozu. Skupina ČEZ z toho provozuje 13 elektráren a je zároveň největším provozovatelem tepelných elektráren v ČR. Mezi další vlastníky tepelných elektráren patří Plzeňská teplárenská, a. s., Sokolská uhelná, právní nástupce, a. s., které vlastní po dvou tepelných elektrárnách. Mezi další vlastníky patří UNIPETROL RPA, s. r. o., Elektrárna Chvaletice a. s., Elektrárna Opatovice, a. s., Energotrans a. s., Alpig Generation s. r. o., Dalkia Česká republika, a. s., Mondi Štěstí, a. s. a Pražská teplárenská a. s. Celkové množství vyrobené elektřiny z těchto elektráren tvoří 44 737 GWh za rok 2013 [26].

Dále výrobu elektřiny v ČR zajišťují dvě jaderné elektrárny, které jsou ve vlastnictví ČEZu. V roce 2013 zajistily jaderné elektrárny 30745 GWh.

Jak již bylo zmíněno, tak mezi třetího největšího výrobce elektřiny v ČR patří vodní elektrárny, které v roce 2013 vyrobily 3 761 GWh. V ČR je v provozu 12 vodních elektráren. Většina se vyskytuje na Vltavě. Skupina ČEZ provozuje z celkového množství 10 elektráren. Po jedné provozuje E.ON Trend a Povodí Ohře [26].



Graf č. 10: Vývoj energetiky v ČR od roku 2009 do roku 2013

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů energostatu)

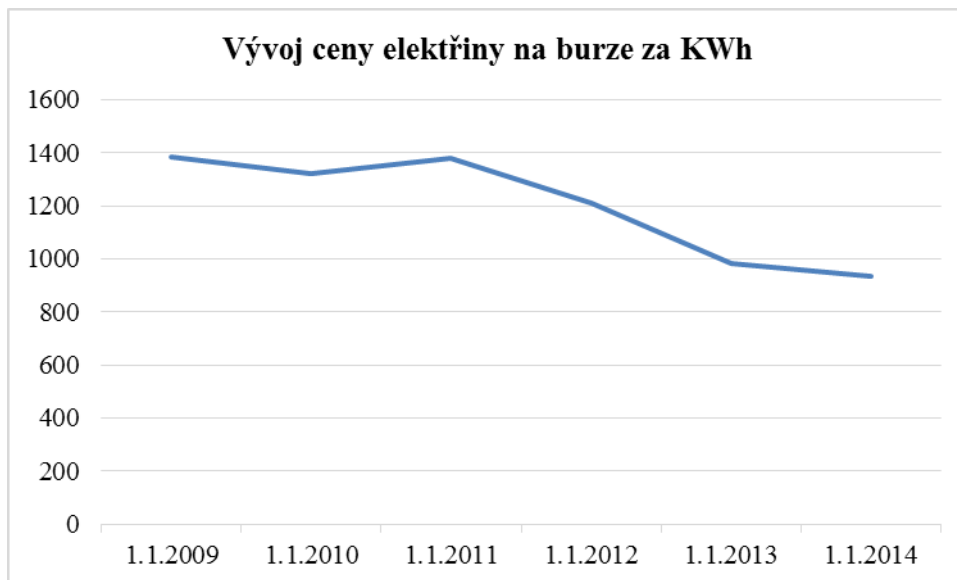
Jak vyplívá z grafu, tak spotřeba elektřiny v ČR klesá, a co se týče roku 2013, tak byla nejnižší od roku 2009. Dovoz elektřiny se oproti roku 2012 a 2011 také snížil a v roce 2013 dosahoval hodnoty 10 571 GWh. Oproti roku 2012 klesl i vývoz elektřiny v roce 2013 o 1 249 GWh [26].

Mezi největší konkurenty skupiny ČEZ, které působí na evropském i českém trhu, je německá společnost E. ON a RWE Power, které patří mezi hlavní konkurenty hlavně na českém trhu. Mezi velké evropské hráče na tomto poli dále patří francouzské Électricité de France (EDF). Dalšími konkurenty jsou International Power, která je anglickou společností. J&T a EnBW, která je německou společností. Tyto společnosti byly v minulosti prověřovány antimonopolním úřadem kvůli prodeji Opatovické International Power a výměně podílů v Pražské energetice a Pražské teplárenské.

Fungování energetického průmyslu v ČR upravuje energetický zákon, který je ovlivňován Energetickým regulačním úřadem, který byl vytvořen k 1. lednu 2001.

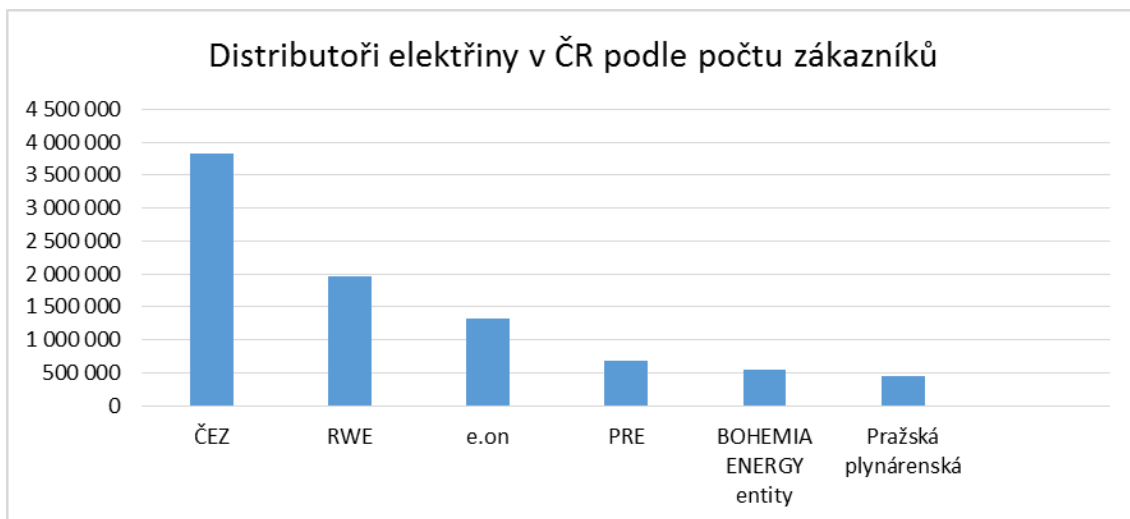
Rok 2002 byl průlomovým rokem pro českou energetiku, protože započala liberalizace trhu, která nyní umožňuje, aby si každý odběratel mohl vybrat svého dodavatele energie. Tento krok je důležitý hlavně pro cenu energie, v našem případě elektřinu.

Podle vývoje z minulých let, kdy se cena elektřiny zvyšovala každým rokem zhruba o 7 %. Nastala nyní, podle údajů z energetického regulačního úřadu v letošním roce oproti roku 2013, změna. Cena proudu pro domácnosti se sníží zhruba o 10 %. Tento jev by měl pokračovat i v příštích letech. Na grafu níže můžeme vidět vývoj ceny MWh, která je obchodovaná na burze [26].



Graf č. 11: Vývoj cen elektřiny na burze
(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů cenyenergie)

Jak bylo zmíněno, tak od roku 2002 si může každá domácnost a každý podnik vybrat svého dodavatele (distributora) elektřiny. S touto možností začal, klesat podíl koncových zákazníků, kteří dříve odebírali od ČEZu. I tak v roce 2014 patří mezi největší distributory v elektřině se 3 820 688 zákazníky.



Graf č. 12: Distributoři elektřiny v ČR podle počtu zákazníků v roce 2014

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů cenyenergie)

3 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ

3.1 Analýza společnosti ČEZ

V této části kapitoly bude podrobněji rozebrána společnost ČEZ. Bude zde provedena analýza akcií a výpočet vnitřní hodnoty.

Základní údaje o společnosti

Obchodní jméno:	ČEZ, a. s.
Sídlo:	Duhová 2/1444, Praha 4
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	53 798 975 900 Kč

Vznik společnosti se datuje k 6. 5. 1992, kdy vznikla akciová společnost ČEZ a. s. Od jejího počátku do dnešní doby se stala největším energetickým uskupením v České republice i v rámci celé střední a jihovýchodní Evropy. ČEZ se zabývá hlavně výrobou a distribucí elektřiny, zabývá se dále i distribucí plynu a tepla [27].

Společnost ČEZ je základním kamenem skupiny ČEZ, která se zabývá širokým spektrem činností. Z aktivit můžeme zmínit např. těžbu surovin, jejich následné zpracování a prodej, dále se zabývá telekomunikacemi, jaderným výzkumem [27].

Skupina ČEZ vznikla spojením distribučních společností:

- Severočeská energetika;
- Severomoravská energetika;
- Středočeská energetika;
- Východočeská energetika;
- Západočeská energetika;
- ČEZ, a. s.

Od té doby, jak již bylo zmíněno, je nejsilnějším distributorem a výrobcem elektřiny v ČR. Je brána i jako nejvýznamnější energetické uskupení regionu střední a jihovýchodní Evropy. Většina výroby je soustředěna v mateřské společnosti ČEZ [27].

Úspěch zaznamenává i na bulharském trhu, kde je vlastníkem elektrárny ve Varně, která distribuuje elektřinu přibližně 40 % koncových zákazníků a rumunském trhu, jako distributor. V Polsku se stala vlastníkem dvou elektráren. Uhelné a vodní elektrárny. Elektrocieplownia Chorzów ELCHO sp. Z o.o. a Elektrownia Skawina S.A. V roce 2006 pronikla na trhy do Srbska, Kosova, Bosny a Hercegoviny a na Ukrajinu [27].

V roce 2007 společně se skupinou MOL utvořili na maďarském trhu alianci, která je zaměřena na budování plynových elektráren. V roce 2008 založili s touto skupinou nový podnik se sídlem v Nizozemí pod názvem CM European Power International B.V. V Maďarsku dále působí i pod názvem CEZ Hungaria, pod kterou obchoduje s elektrickou energií [27].

V roce 2008 se podařilo společnosti ČEZ proniknout na turecký trh, kde je v konsorciu s místním tureckým partnerem. Založila novou společnost, která má sídlo v Istanbulu a je vedena pod názvem AKCEZ ENERJI A. S., ve které ČEZ je 50 % podílníkem. Dalším úspěchem v tomto roce bylo získání projektu na výstavbu větrných farem v Rumunsku. Fantanela a Cogecalac, která zahrnuje celkový instalovaný výkon 600 MW, což se řadí mezi největší přímořské větrné farmy v Evropě. Dále v tomto roce zaregistrovala na území Ruské federace společnost pod názvem CEZ RUS OOO, která sídlí v Moskvě. Tato společnost byla zaregistrována na podporu aktivit v Rusku. V roce 2008 vyhrála v tendru 76 % podíl albánské distribuční společnosti Operatori i Sistemit te Shperndarjes (OSSH sh.a.), která je jedinou distribuční společností v Albánii [27].

V roce 2010 rozšířila svou působnost v Polsku, kde získala 100% podíl v elektrárně ELCHO.

V roce 2012 byla dokončena výstavba větrného parku v Rumunsku Fantanela a Cogecalac, kde bylo připojeno posledních 240 turbín [27].

Skupina ČEZ v roce 2013 v České republice vlastnila výrobní zdroje s instalovaným elektrickým výkonem 12 631,4 MW. Z toho [25]:

- jaderné elektrárny 4 290 MW;
- uhelné elektrárny 5 252 MW;
- teplárny 1 020,4 MW;
- vodní elektrárny 1 935,2 MW;
- fotovoltaické elektrárny 125,2 MW;
- větrné elektrárny 8,2 MW;
- bioplynové stanice 0,5 MW.

V roce 2013 vyrobily elektrárny skupiny ČEZ v České republice celkem 62 332 GWh elektřiny.

Skupiny ČEZ ke konci roku 2013 tvořilo 105 společností, z toho 87 bylo plně konsolidováno a 18 společností bylo přidruženo.

Ratingové hodnocení v roce 2013 společnosti ČEZ, a. s. se nijak nezměnilo oproti roku 2012. A tedy ratingová agentura Standard and Poor's Credit Market Service Europe Limited potvrdila 10. 10. 2013 dlouhodobé ratingové hodnocení na úrovni A- se stabilním dlouhodobým výhledem. Ratingová agentura Moody's Investors Service taktéž v roce 2013 hodnocení A2 s negativním výhledem [25].

3.2 Akcie skupiny ČEZ

V roce 2013 byl základní kapitál společnosti tvořen 537 989 759 kusů akcií o jmenovité hodnotě 100 Kč. Ke dni splatnosti dividendy akcií byl počet akcií 534 114 738 kusů, kterým náležela výplata dividendy. Na valné hromadě v roce 2013 bylo schváleno vyplatit akcionářům za rok 2012 dividendy ve výši 21,4 mld. Kč. To znamená 40 Kč na jednu akcii a z celkového konsolidovaného čistého zisku to odpovídá 53,2 % z celkového zisku za rok 2012 [25].

Tato tabulka zaznamenává vývoj vyplácených dividend společností ČEZ od roku 2005 až 2012. Hodnota pro rok 2013 není ještě známá, protože se v tomto roce zatím nesešla valná hromada, která by o výši dividendy pro rok 2013 rozhodla. Valná hromada se uskuteční 27. 6. 2014.

Tabulka č. 1: Přehled dividend od roku 2009 do roku 2013

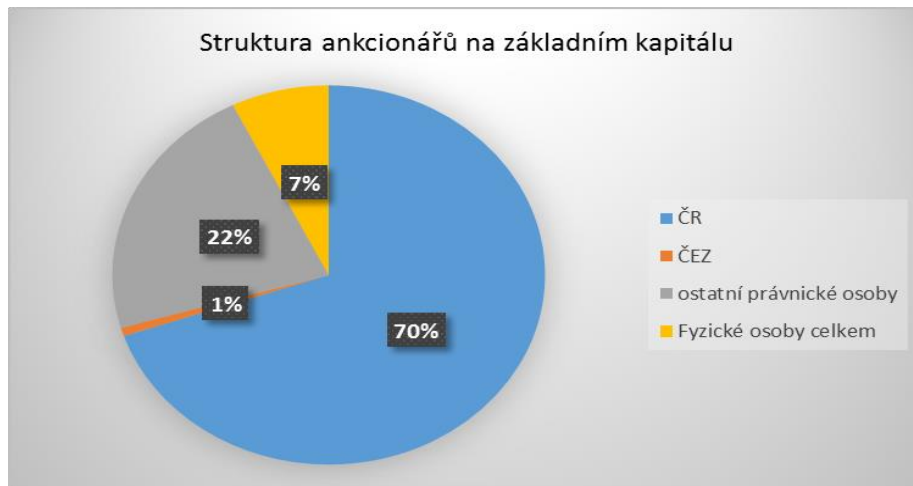
(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů výročních zpráv společnosti ČEZ)

Přehled dividend					
Rok	2009	2010	2011	2012	2013
Dividenda	53	50	45	40	40
% ze zisku	55	57	59	54	61
Čistý zisk na akcii Kč/akcie	95,7	88,1	76,3	77,6	67,2

Za rok 2013 bude představenstvo společnosti ČEZ navrhopvat hrubou dividendu ve výši 40 Kč na jednu akcii (nominální hodnota 100 Kč). Na dividendy je určeno 61 % konsolidovaného zisku a to tvoří 21,5 mld. Kč. Pro majoritního vlastníka tedy Českou republiku to znamená obdržení částky přes 15 mld. Kč.

Dlouhodobá dividendová politika společnosti v posledních 6 letech odpovídá vyplácení dividendy z čistého konsolidovaného zisku ve výši zhruba 50-60 %. Ovšem konkrétní výši schvaluje valná hromada společnosti. S vyplácením 50-60 % čistého zisku je vypracován podnikatelský záměr na 5 let dopředu.

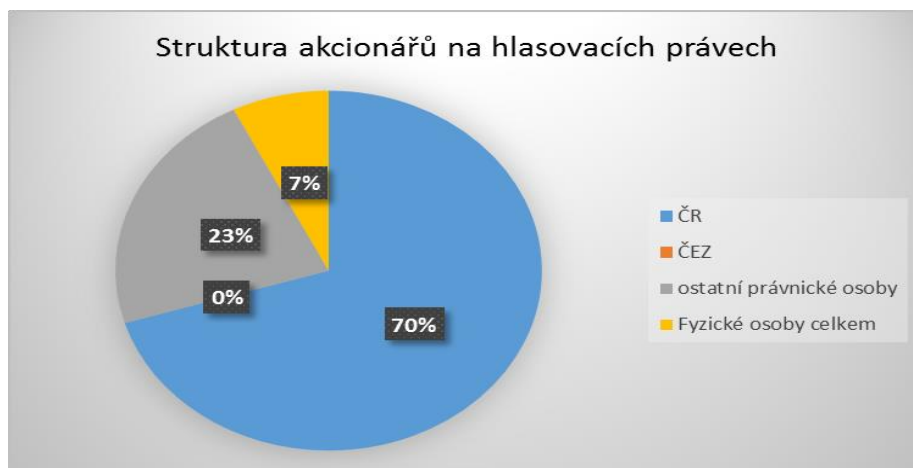
Na grafu „Struktura akcionářů na základním kapitálu“ můžeme vidět strukturu akcionářů, kteří se podílejí na základním kapitálu. Tento graf určuje rozložení v roce 2013.



Graf č. 13: Struktura akcionářů na základním kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů společnosti ČEZ)

Na grafu „Struktura akcionářů na hlasovacích právech“ můžeme vidět, jaký podíl mají akcionáři na hlasovacích právech. Tento graf určuje rozložení v roce 2013.



Graf č. 14: Struktura akcionářů na hlasovacích právech

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů společnosti ČEZ)

3.3 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Ziskový model

Výchozím bodem pro ziskové modely je ukazatel price-earning ratio (P/E), což se rovná podílu aktuálního kurzu akcie a čistého zisku společnosti připadajícího na jednu akcii. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie dosazujeme P/E, jako průměr daného odvětví.

Dále do výpočtu musíme zahrnout očekávaný zisk na akcii, který pro rok 2014 odhaduji na 53 Kč/akcie. Odhaduji ho na základě predikovaného čistého zisku ve výši 27,5 mld. Kč, který je očekáván společností ČEZ a. s.

Tabulka č. 2: Průměrné P/E v odvětví energetiky pro rok 2013

(Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů google finance)

Název společnosti	Hodnota P/E
ČEZ	8,44
E.ON	11,58
PGE	9,31
Enel	22,42
Endesa	15,66

Název společnosti	Hodnota P/E
ENEA	10,06
EDF	15,07
EDP	12,57
EVN	16,28
PRŮMĚR P/E = 13,48	

Výpočet vnitřní hodnoty:

$E_1 = 53$ očekávaný zisk na jednu akcii dané společnosti v příštím roce

$P/E_p = 13,48$ průměrná hodnota P/E daného odvětví na trhu

$$VH = E_1 \cdot \left(\frac{P}{E}\right)_p = 53 \cdot 13,48 = \mathbf{714,44 \text{ Kč}}$$

Dividendový diskontní model

Výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendově diskontních modelů provedu za pomocí Gordonova modelu. Jedná se o jednostupňový dividendový model s nekonečnou dobou držby.

Dividendu za rok 2013 navrhne představenstvo společnosti ČEZ na akcii ve výši 40 Kč. Jedná se o 6 1% ze zisku za rok 2013. Míru růstu dividendy (g) stanovuji pomocí rentability vlastního kapitálu ROE.

Míra růstu dividendy: $g = (1 - p) \cdot ROE = (1 - 0,61) \cdot 13,86 = 5,4\%$

Hodnota očekávané výnosové míry za rok 2013 byla určena pomocí modelu pro oceňování kapitálových aktiv CAPM. Tím byla očekávaná výnosová míra stanovena na hodnotu 10,9 %.

Výpočet výnosové míry k pomoci modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM):

Za reálnou bezrizikovou míru jsem zvolil 10 letý státní dluhopis s výnosovou mírou 2,22 %. Nominální bezriziková míra byla určena součtem výnosové míry státního dluhopisu a míra inflace predikovaná pro rok 2014. Koeficient β stanovený proti indexu PX, byl stanovený Fio bankou na hodnotu 0,88. Tržní výnosová míra je stanovena pomocí dlouhodobého výkonu indexu PX na hodnotě 12 %.

reálná bezriziková míra	$r_r = 2,22\%$
nominální bezriziková míra	$R_F = 2,22\% + 1,4\% = 3,62\%$
koeficient beta	$\beta = 0,88$
tržní výnosová míra	$r_m = 12\%$

$$k = R_F + \beta \cdot (r_m - R_F)$$

$$k = 3,62 + 0,88 \cdot (12 - 3,62)$$

$$k = 10,9\%$$

$$VH = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{k - g} = \frac{40 \cdot (1 + 0,054)}{0,109 - 0,054} = 766,55 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota pomocí dividendového diskontního modelu (přesněji Gordonova modelu), byla stanovena na 766,55 Kč.

Bilanční modely

Pro tuto práci jsem volil z bilančních modelů, kterých existuje více typů, a tou je metoda účetní hodnoty. Účetní hodnota akcie byla zjišťována z výročních zpráv skupiny ČEZ. Průměrná roční účetní hodnota za období 2010-2013 byla 447,75.

Budoucí účetní hodnota byla stanovena na hodnotu 497,6 Kč. Tato hodnota byla stanovena na základně každoročního růstu kolem 3 %.

Hodnota P/BV byla stanovena dle výpočtu:

$$P/BV = \frac{P_A}{BV_A} = \frac{390,8}{447,75} = 87,3 \%$$

Vnitřní hodnota akcie byla vypočítána dle vztahu:

$$VH = \frac{P}{BV} \cdot BV_1 = 0,873 \cdot 497,6 = 434,4 \text{ Kč}$$

Historický model dividend

Porovnává průměrný historický tržní kurz akcie, který odpovídá hodnotě 691,5 Kč s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii 44 Kč. Všechny data jsou uvedené v tabulce níže. Jsou získané z výročních zpráv společnosti. A vynásobíme očekávanou dividendou v příštím roce, která je stanovena za pomoci budoucího odhadu společnosti na 38 Kč.

$$VH = \frac{P_T}{D_T} \cdot D_1 = \frac{691,5}{44} \cdot 38 = 597,2 \text{ Kč}$$

Tabulka č. 3: Vývoj dividend a závěrečného kurzu na akcii

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ČEZ)

Rok	Dividenda v Kč	Závěrečný kurz na akcii
2010	50	783
2011	45	786
2012	40	680
2013	40	517
Σ	44	691,5

Historický model tržeb

Poměruje průměrný tržní kurz akcie 691,5 Kč s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii 390,8 Kč. Průměrné hodnoty byly stanoveny, jako v předchozím případě z výročních zpráv společnosti a jejich vývoj je zachycen v tabulce. Tyto hodnoty následně vynásobíme očekávanou tržbou na jednu akcii, která byla stanovena z odhadů společnosti na 405 Kč.

Tabulka č. 4: Vývoj tržeb, závěrečného kurzu na akcii a tržby na akcii v letech

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ČEZ)

rok	tržby celkem v Kč	Závěrečný kurz na akcii	Tržby na jednu akcii v Kč
2010	198 848 000 000	783	369,61
2011	209 761 000 000	786	389,90
2012	215 095 000 000	680	399,81
2013	217 273 000 000	517	403,86
Σ	210 244 250 000	691,5	390,80

$$VH = \frac{P_T}{S_T} \cdot S_1 = \frac{691,5}{390,8} \cdot 405 = 716 \text{ Kč}$$

ZÁVĚR

Cílem této bakalářské práce bylo stanovit vnitřní hodnotu akcie ČEZ a následně stanovit investiční doporučení. Vnitřní hodnota akcie byla stanovena pomocí 5 modelů. Za nejpřesnější metodu v této práci lze považovat dividendově diskontní model, který zohledňuje časovou metodu peněz. Za nejméně přesné můžeme považovat historické modely, které pracují na bázi průměrování historických veličin (tržby, dividendy, účetní hodnoty).

S průměrováním všech vypočítaných vnitřních hodnot jsem se dostal na hodnotu 645,72 Kč za akcii. K 20. 5. 2014 byli akcie ČEZ obchodovány za 577 Kč. Průměr vypočítaných vnitřních hodnot tedy převyšuje cenu akcie na Burze cenných papírů v průměru o 11,84 %. Z těchto výpočtů můžeme usoudit, že se akcie ČEZ jeví jako akcie v současné době podhodnocené a investováním do společnosti můžeme zhodnotit své finanční prostředky v průměru o 11,84 %.

Tento ukazatel je ovšem velmi nespolehlivý, protože některé modely vůbec nezohledňují námi požadovanou výnosovou míru, kterou jsem stanovil na 10,9 % pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). S touto hodnotou pracoval pouze dividendově diskontní model.

Ostatní modely nepočítali s výnosovou mírou stanovenou výpočtem na 10,9 %. Tím pádem průměrná vnitřní hodnota zbývajících modelů je 615,51 Kč. Akcie by musely být obchodovány za 555 Kč, aby byla dodržena požadovaná hranice výnosnosti 10,9 %.

Tabulka č. 5: Vnitřní hodnoty

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Metoda	Ziskový model	DDM	Bilanční model	Model dividend	Model tržeb	Průměr
Vnitřní hodnota	714,44 Kč	766,55 Kč	434,40 Kč	597,20 Kč	716 Kč	645,72 Kč
Tržní cena akcie k 20. 5. 2014	577 Kč					
Rozdíl VH od aktuální tržní ceny	23,80%	32,60%	-24,72%	3,50%	24%	11,84%

Na druhé straně, jak vyplývá z globální analýzy, tak česká ekonomika se začíná dostávat z období recese a začíná růst. Na konci roku 2013 podle ukazatele HDP ČR zaznamenalo největší růst z celé Evropské unie. To se potvrdilo i v prvním čtvrtletí roku 2014, kdy česká ekonomika rostla, sice ne v poměru k HDP poslednímu čtvrtletí 2013 díky nízkým příjmům ze spotřební daně tabákových výrobků, ale i tak ekonomika rostla i za přispění rostoucího průmyslu. Meziročnímu růstu pomohly všechny hlavní složky poptávky, a to spotřeba, investice a export. I tímto vývojem se dá s určitostí říct, že predikce růstu ekonomiky ČR se začínají kladně naplňovat.

I když se zdá, že česká ekonomika začíná růst tak, bych nedoporučoval nákup akcií společnosti ČEZ a. s. Důvodem je očekávané snížení zisku společnosti v tomto roce tedy 2014 na 27,5 mld. Kč čistého zisku oproti roku 2013 35,234 mld. Kč a roku 2012 40,153 mld. Kč. Z tohoto vývoje lze usoudit, že zisky společnosti klesají z důvodů menší spotřeby elektřiny a její nižší ceny. Tento trend nepodpořila ani velice mírná zima. Klesající zisky společnosti se každoročně projevují i na klesajícím zisku na akcii, který se poslední roky taktéž snižuje. Dividendová politika se pohybuje mezi 50 % až 60 % výplaty dividendy z čistého zisku. Výplata dividend za rok 2013 by se měla pohybovat na hranici 61 % z čistého zisku. Tím pádem se bude snižovat vyplácená dividenda na akcii i v příštím roce. Zatím není ani úplně čitelný záměr největšího akcionáře, kterým je Česká republika, díky nově stanovené vládě ČR.

Závěrem vyplynulo stanovisko nedoporučit investice do akcií společnosti ČEZ, a to v horizontu jednoho až dvou let.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] SOJKA, Z. *Cenné papíry a burzy: (pro obor Podnikové finance a obchod): studijní text pro kombinované studium*. Vyd. 1. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská v nakl. Zdeněk Novotný, 2001, 184 s. ISBN 80-214-1975-X
- [2] REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Vyd. 1. Praha: Computer Press, c2001, xiii, 257 s. ISBN ISBN 978-.
- [3] REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie: (finanční trhy)*. 6., aktualiz. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2012, 374 s. Učební texty vysokých škol. ISBN 978-80-214-4415-7.
- [4] INVESTOPEDIA. Terms. *Investopedia.com* [online]. ©2013 [cit. 2013-12-15]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/f/financial-market.asp>
- [5] OK-INVESTICE. Cenné papíry. *Investice.cz* [online]. ©2013 [cit. 2013-12-15]. Dostupné z: <http://www.ok-investice.cz/cenne-papiry>
- [6] E15. nejvýznamnější-burzy. *E15.cz* [online]. ©2013 [cit. 2013-12-15]. Dostupné z: <http://finexpert.e15.cz/nejvyznamnejsi-burzy-sveta>
- [7] SLOVNIK.FINANCE. Akcie na jméno. *Finance.cz* [online]. ©2013 [cit. 2013-12-15]. Dostupné z: <http://slovník.finance.cz/akcie-na-jmeno>
- [8] REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. ISBN 978-80-7418-128-3.
- [9] VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 704 s. ISBN 78-80-7357-297-6
- [10] BCPP. O burze. *Bcpp.cz* [online]. ©2013 [cit. 2013-12-20]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>
- [11] RMSYSTEM. o společnosti. *Rmsystem.cz* [online]. ©2013 [cit. 2013-12-20]. Dostupné z: <http://www.rmsystem.cz/spolecnost/zakladni-informace>
- [12] KNÁPKOVÁ, A, D. PAVELKOVÁ a K. ŠTEKER. *Finanční analýza*. Vyd. 2. Praha: GRADA, 2013. ISBN 978-80-247-4456-8
- [13] ČSÚ. Vývoj české ekonomiky v roce 2013. *Český statistický úřad* [online]. ©2014 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/2013ediciplan.nsf/publ/1109-13-q4_2013

- [14] ČSÚ. Vývoj české ekonomiky v roce 2010. *Český statistický úřad* [online]. ©2011 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z:
http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/publ/1109-10_4__ctvrtleti_2010
- [15] ČSÚ. Vývoj české ekonomiky v roce 2008. *Český statistický úřad* [online]. ©2009 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z:
http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/publ/1109-08-v_roce_2008
- [16] ČSÚ. Vývoj české ekonomiky v roce 2009. *Český statistický úřad* [online]. ©2010 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z:
http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/publ/1109-09-za_1__az_4__ctvrtleti_2009
- [17] ČSÚ. *Vývoj české ekonomiky v roce 2011*. *Český statistický úřad* [online]. ©2012 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z:
http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/publ/1109-11-q4_2011
- [18] ČSÚ. Vývoj české ekonomiky v roce 2012. *Český statistický úřad* [online]. ©2013 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z:
http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/publ/1109-12-q4_2012
- [19] BUSINESSINFO. Polsko: ekonomická charakteristika země. *businessInfo.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-04-28]. Dostupné z:
<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/polsko-ekonomicka-charakteristika-zeme-19064.html#sec1>
- [20] BUSINESSINFO. Bulharsko: ekonomická charakteristika. *businessInfo.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-04-28]. Dostupné z:
<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/bulharsko-ekonomicka-charakteristika-zeme-18614.html>
- [21] BUSINESSINFO Rumunsko: ekonomická charakteristika země. *businessInfo.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-04-28]. Dostupné z:
<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/rumunsko-ekonomicka-charakteristika-zeme-18755.html>
- [20] BUSINESSINFO. Turecko: ekonomická charakteristika země. *BusinessInfo.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-04-28]. Dostupné z:
<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/turecko-ekonomicka-charakteristika-zeme-19212.html>

- [23] BUSINESSINFO. Maďarsko: ekonomická charakteristika země. *businessInfo.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-04-28]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/madarsko-ekonomicka-charakteristika-zeme-18568.html>
- [24] BUSINESSINFO. Teritoriální informace země. *businessInfo.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-04-28]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/zahranicni-obchod-eu/teritorialni-informace-zeme/slovensko.html>
- [25] ČEZ. Výroční zpráva 2013. *cez.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-05-20]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky/vyrocni-zpravy.html>
- [26] ERÚ. Statistiky a sledování kvality. *eru.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-05-22]. Dostupné z: <http://www.eru.cz/cs/elektrina/statistika-a-sledovani-kvality>
- [27] ČEZ. O společnosti. *cez.cz* [online]. ©2014 [cit. 2014-05-24]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/skupina-cez.html>

SEZNAM GRAFŮ, TABULEK A OBRÁZKŮ

Seznam grafů

Graf č. 1: Vývoj HDP ČR v letech 2008 až 2017	38
Graf č. 2: Prognóza vývoje HDP v ČR	40
Graf č. 3: Vývoj inflace ČR v letech 2008 až 2015	41
Graf č. 4: Prognóza vývoje inflace v ČR	42
Graf č. 5: Struktura a vývoj státního dluhu ČR	42
Graf č. 6: Vývoj schodků státního rozpočtu ČR	43
Graf č. 7: Vývoj úrokových sazeb	45
Graf č. 8: Vývoj peněžních agregátů	46
Graf č. 9: Příliv zahraničního kapitálu do ČR	47
Graf č. 10: Vývoj energetiky v ČR od roku 2009 do roku 2013	52
Graf č. 11: Vývoj cen elektřiny na burze	53
Graf č. 12: Distributoři elektřiny v ČR podle počtu zákazníků v roce 2014	54
Graf č. 13: Struktura akcionářů na základním kapitálu	59
Graf č. 14: Struktura akcionářů na hlasovacích právech	59

Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Přehled dividend od roku 2009 do roku 2013	58
Tabulka č. 2: Průměrné P/E v odvětví energetiky pro rok 2013	60
Tabulka č. 3: Vývoj dividend a závěrečného kurzu na akcii	62
Tabulka č. 4: Vývoj tržeb, závěrečného kurzu na akcii a tržby na akcii v letech	63
Tabulka č. 5: Vnitřní hodnoty	64

Seznam obrázků

Obrázek č. 1: členění finančního trhu	13
Obrázek č. 2: základní členění trhu cenných papírů	15
Obrázek č. 3: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem ve velmi krátkém období	21