



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

FUNDAMENTAL ANALYSIS

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. TOMÁŠ TRUNEČKA

VEDOUcí PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. ZDENĚK SOJKA, CSc.

BRNO 2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Trunečka Tomáš, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

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

Fundamentální analýza

v anglickém jazyce:

Fundamental Analysis

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

- BREALEY, R. A., MYERS, S. C. Teorie a praxe firemních financí. 4. vydání Praha: EAST Publishing, s.r.o. 1999. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- JÍLEK, J. Finanční trhy. 1. vydání Praha: Grada Publishing, spol. s r. o. 1997. 527 s. ISBN 80-7169-453-3.
- GLADIŠ, D. Naučte se investovat. 1. vydání Praha: Grada Publishing a.s. 2004. 155 s. ISBN 80-247-0709-8.
- MUSÍLEK, P. Finanční trhy a investiční bankovníctví. 1. vydání Praha: ETC Publishing 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6.
- REJNUŠ, O. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vydání Praha: Computer Press 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2009/2010.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA

V Brně, dne 20.05.2010

Abstrakt

Hlavním cílem diplomové práce je provést fundamentální analýzu. První část diplomové práce se zabývá metodami a postupy analýzy, hodnotí jejich výhody a nedostatky. Praktická část se již zabývá aplikací fundamentální analýzy na konkrétní akciovou společnost z českého podnikatelského prostředí, tou je ČEZ. Na vrcholu práce je stanovena vnitřní hodnota akcie a provedeno investiční doporučení pro akcie ČEZ.

Abstract

The diploma thesis is dealing with a fundamental analysis. The first part of diploma thesis presents the methods and procedures of analysis. It evaluates their advantages and disadvantages. The practical part of diploma thesis is dealing with an application of fundamental analysis in assessment of financial position of concrete joint stock company ČEZ. The top of my survey is estimated a formulation of instrinsic share value and a recommendation for shares of ČEZ.

Klíčová slova

Fundamentální analýza, akcie, ČEZ, vnitřní hodnota akcie, kurz akcie, dividendový diskontní model.

Key words

Fundamental analysis, stock, ČEZ, instrinsic share value, share price, dividends discount model.

Bibliografická citace

TRUNEČKA, T. *Fundamentální analýza*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 89 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová 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 Prostějově dne 25. května 2010

.....

Poděkování

Děkuji doc. Ing. Zdeňku Sojkovi, CSc. za odborné vedení a cenné rady při vypracování diplomové práce.

Obsah

1	Úvod.....	8
2	Vymezení problému a cíle práce	9
3	Teoretická východiska práce	10
3.1	Metody analýzy akcí podniků	10
3.2	Fundamentální analýza	12
3.2.1	Makroekonomická analýza	14
3.2.2	Odvětvová analýza.....	21
3.2.3	Analýza jednotlivých společností.....	23
4	Analýza problému a současné situace	44
4.1	Makroekonomická analýza ČR.....	44
4.1.1	Vývoj reálného výstupu ekonomiky v dlouhém a středním období.....	44
4.1.2	Fiskální politika vlády	46
4.1.3	Peněžní nabídka.....	47
4.1.4	Úrokové sazby	49
4.1.5	Inflace	49
4.1.6	Mezinárodní pohyb kapitálu.....	51
4.1.7	Schodky a nerovnováha	52
4.1.8	Cenové regulace	53
4.1.9	Ekonomické a politické šoky	53
4.1.10	Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém.....	54
4.2	Makroekonomická analýza vybraných států Evropy	55
4.3	Odvětvová analýza	65
5	Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení	68
5.1	Analýza společnosti ČEZ, a.s.	68
5.1.1	Základní údaje	68
5.1.2	Struktura akcionářů ČEZ	70
5.1.3	Dividendová politika.....	71
5.2	Výpočet vnitřní hodnoty akcie	72
5.2.1	Vývoj tržní ceny akcií.....	72
5.2.2	Dividendový diskontní model	74
5.2.3	Finanční analýza	78
	Závěr	79
	Seznam použité literatury.....	81
	Seznam obrázků, grafů a tabulek.....	89

1 Úvod

V dnešní době téměř každý řeší otázku, jak naložit s volnými finančními prostředky tak, aby se s co nejvyšším výnosem rozmnožily, ovšem za předpokladu, že je někdy uvidí všechny zpět. Možností, jak s nimi tímto způsobem naložit, je nespočet. Jedním z takovýchto způsobů je vstup na kapitálový resp. akciový trh. Jenže do kterého akciového titulu investovat? Který nám přinese nejvyšší výnos při nejnižším riziku? Odpovědi na tyto otázky se Vám bude od leckterých finančních poradců, brokerů a makléřů dostávat kvanta, avšak ne všechny budou správné, protože nikdy nelze s určitostí odhadnout vývoj kurzu akcie, jedná se tedy o odhady. Kvalifikované odhady provedené na základě analýz a výpočtů.

Jednou z mnoha metod je i fundamentální akciová analýza, kterou se zabývá tato diplomová práce. Spolu s technickou a psychologickou analýzou se jedná o nejpropracovanější a nejvyužívanější metody, jež mohou investorovi napovědět, které tituly jsou podhodnocené a je výhodné je nakoupit resp. nadhodnocené a je výhodné je prodat. Fundamentální analýza zkoumá a hodnotí faktory, působící na hospodaření podniku, ať už jsou to podnikové faktory interní, faktory působící na celé odvětví, ve kterém se podnik nachází, či faktory makroekonomické. Všechny tyto vlivy působí na kurz akcie i vnitřní hodnotu, jejichž rozdíl je pro rozhodování investora hlavním kritériem.

Vývoj na světových trzích je poznamenán současnou hospodářskou recesí a burzy se ocitají v nejistotě a očekávání. Jak na to reagovaly akcie ČEZu a jak si budou stát i nadále na burze se pokusím odhalit. Hlavním nástrojem mi bude nejvýznamnější veličina akciových titulů, a to vnitřní hodnota, která bude porovnávána s tržním kurzem akcie. K zjištění vnitřní hodnoty akcie bude využito výhradně veřejně dostupných informací, které může investor získat.

2 Vymezení problému a cíle práce

Diplomová práce si klade za cíl popsat fundamentální analýzu, odhalit její přednosti či úskalí a následně aplikovat na konkrétní akcie vybrané akciové společnosti. Posléze bude jako hlavním výstupem práce učiněno investiční doporučení (nákup/prodej) na základě porovnání tržního kurzu akcie s vnitřní hodnotou, jež může využít potenciální investor nebo aktuální majitel akcie.

Pro potřeby diplomové práce využiji akcie české energetické společnosti ČEZ a.s. Z dostupných informací pro investory nejprve provedu analýzu makroekonomickou, odhadnu fázi hospodářského cyklu a předpokládaný budoucí vývoj. V dalším kroku zhodnotím situaci v odvětví, ve kterém se společnost pohybuje. A následně bude provedena analýza firmy samotné. Všechny dílčí kroky budou směřovat k hlavnímu cíli, a to ke stanovení vnitřní hodnoty akcie a následnému investičnímu doporučení o nákupu či prodeji akcie.

Výstupy práce mohou posloužit celé řadě uživatelů, jak střednědobým a dlouhodobým investorům, tak i spekulantům, to plyne ze širokého zaměření fundamentální analýzy, které čerpá z co největšího množství dostupných informací. Výsledky fundamentální analýzy, byť se mohou na základě použití rozličných metod u různých analytiků lišit, by v zásadě měly udávat pravdivý obraz o lukrativnosti nákupu cenných papírů.

3 Teoretická východiska práce

3.1 Metody analýzy akcií podniků

Hlavním motivem nákupu firemních akcií je bezesporu snaha dosáhnout mimo dividend i kapitálového zisku z rozdílu kupní ceny a prodejní ceny akcie, a to i v případě, kdy investor drží akcii velice krátkou dobu. Tohoto cíle lze dosáhnout tím, že investor na akciovém trhu identifikuje a nakoupí ty akcie, které se zdají být podhodnocené, u kterých lze očekávat růst tržní ceny. Z nákupu podnikových akcií plyne i majetková účast v podniku a budoucí dividendový a kapitálový výnos se bude odvíjet od výsledku hospodaření společnosti.(6)

K analýze akcií se v současnosti užívají tři základní metody:

- ✓ Fundamentální akciová analýza,
- ✓ Technická akciová analýza,
- ✓ Psychologická akciová analýza.

Fundamentální analýza bude podrobně popsána v následujících částech diplomové práce, tudíž lze jen stručně říci, že tato analýza vychází z předpokladu existence nadhodnocených a podhodnocených cenných papírů a pracuje tedy s vnitřní hodnotou akcie. Tento druh analýzy je pokládán za nekomplexnější metodu akciové analýzy, který zkoumá faktory ovlivňující vnitřní hodnotu akcie.(4)

Technická analýza využívá trendy růstu či poklesu kurzu akcií. Jejím cílem je zachytit vývoj kurzů akcií a burzovních indexů v grafickém vyjádření a následným rozbořením určit krátkodobé budoucí směry jejich dalšího vývoje. Technická analýza odmítá stanovení vnitřní hodnoty akcie s tím, že je extrémně obtížné ji zjistit. Na místo toho se zaměřuje na pohyby tržních cen jako indikátoru nabídky a poptávky.(4)

Psychologická analýza se zabývá chováním investorského publika. Vychází z předpokladu, že akciové kurzy jsou ovlivňovány masovou psychologií burzovního publika.(4)

Každá metoda má své přednosti a nedostatky a přitom všechny analýzy nutně nemusí dojít ke stejným výsledkům. Je na vůli investora či analytika, kterou metodu zvolí a jakou váhu té které metodě přisoudí.(6)

3.2 Fundamentální analýza

Hlavním předpokladem fundamentální analýzy je existence nadhodnocených a podhodnocených cenných papírů. Jedná se o cenné papíry, které vykazují jinou hodnotu než cenu. Tato metoda akciové analýzy je pokládána za nejkompexnější metodu, která pracuje se základními informacemi ovlivňujícími kurz a vnitřní hodnotu akcie.(4)

Vnitřní hodnota akcie bývá definována jako individuální názor jakéhokoliv účastníka akciového trhu na to, jak by měl vypadat tzv. „spravedlivý kurz“, který lze v krátkém období považovat za neměnný. K „správnému“ určení vnitřní hodnoty akcií lze dospět různými výpočty. Tyto se vzájemně různí použitými metodami a individuálně dosazovanými hodnotami proměnných veličin, které plynou z různorodosti informací a údajů, které jsou analytikům k dispozici. Z tohoto důvodu bývají výsledky mnohdy rozdílné. Investoři své názory na vnitřní hodnotu akcie promítají do aktuálních akciových kurzů tím, že ovlivňují akciové kurzy svými obchodními (burzovními) příkazy. Jestliže se tedy bude měnit očekávání investorů, budou se měnit i vnitřní hodnoty akcií a v důsledku toho i parametry jejich burzovních příkazů a nakonec se tedy budou měnit i kurzy akcií.(5)

S ohledem na tržní principy podnikání v reálných podmínkách příslušného státu je žádoucí sledovat celý systém podniku, jehož je součástí a rozhodující faktory na něj působící. Tyto faktory je možno chápat na úrovni makroekonomické, odvětvové a mikroekonomické.

Fundamentální analýzu lze tedy rozčlenit na:

- ✓ Makroekonomická,
- ✓ Odvětvová,
- ✓ Analýza jednotlivých společností.

Je tedy zřejmé, že ceny akcií nejsou ovlivňovány jen podnikovými faktory, ale i makroekonomickými a faktory působícími v rámci odvětví. Na základě klasické studie Kinga¹, z roku 1966, je možné konstatovat, že nejvýznamnější skupinou faktorů jsou

¹ KING, B.: *Market and Industry Factors in Stock Price Behavior*. Journal of Business, January 1966

makroekonomické faktory, které způsobují pohyb kurzů z více než 50 %. Na druhé straně odvětvové faktory ovlivňují kurz v průměru z 13 %. Pak tedy cca dvě třetiny kursového kolísání připadne na makroekonomické a odvětvové faktory.(4)

Tabulka 1: Vliv makroekonomických, odvětvových a podnikových faktorů na pohyb akciových kurzů (USA, 1927-1952, v procentech) Zdroj: (4)

Odvětví	Makroekonomické faktory [%]	Odvětvové faktory[%]	Podnikové faktory [%]
Tabák	36	15	49
Ropa	54	19	27
Kovy	63	9	28
Služby	47	13	40
Maloobchod	48	11	41
Celkem	52	13	35

Jaké druhy analýzy použije investor či finanční analytik závisí na mnoha okolnostech. V první řadě záleží na tom, proč analytik analýzu provádí a jakou investiční strategii se chystá aplikovat, zejména v jakém objemu a časovém horizontu. Pak je důležité, jestli se bude jednat o tuzemskou či zahraniční investici. A také bude záležet na tom, jestli investor zamýšlí nakoupit takový objem akcií, aby investor získal v podniku významný vlastnický podíl, nebo zda jde jen o portfoliovou investici nasměrovanou jen do některého odvětví. (5)

3.2.1 Makroekonomická analýza

Hlavním cílem makroekonomické analýzy je prozkoumání vlivu ekonomiky na kurzy akciových instrumentů. K zachycení tohoto vlivu využíváme makroekonomické ukazatele, jež bývají zveřejňovány, ať už jako predikce či statistické údaje z minulosti, státními institucemi, jako je Ministerstvo financí, Český statistický úřad, Česká národní banka apod.(1)

Z makroekonomického hlediska ovlivňuje vývoj akciových trhů celá řada faktorů, z nichž lze jmenovat tyto nejvýznamnější:(6)

- Reálný výstup ekonomiky
- Fiskální politika vlády
- Peněžní nabídka
- Úrokové sazby
- Inflace
- Mezinárodní pohyb kapitálu
- Schodky a nerovnováha
- Cenová regulace a černý trh
- Ekonomické a politické šoky
- Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém

3.2.1.1 Vývoj reálného výstupu ekonomiky v dlouhém a středním období

Je všeobecně známo, že akciové kurzy jsou ovlivňovány vývojem ekonomiky, jak ekonomiky státu, tak ekonomiky světové. Akciové kurzy reagují svými výkyvy na hospodářské výkyvy ekonomiky. Z dlouhodobého hlediska je zřejmé, že kolísají kolem jejich vývojového trendu.

Výstup reálné ekonomiky je totiž s akciovými kurzy provázán. Akciové kurzy mají tendenci předbíhat vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců. Z toho vyplývá, že změny akciových kurzů také způsobují změny spotřebitelského a podnikatelského chování a rozhodování o výdajích jednotlivých ekonomických subjektů. Tím, že ovlivňují poptávku po zboží, službách i výrobních faktorech, působí tak zpětně na budoucí vývoj ekonomiky. Akciové indexy se tedy řadí mezi indikátory vývoje celkové ekonomiky. Prosperita zapříčiňuje optimismus a naopak hospodářská recese je spojena spíše s pesimismem a vírou v negativní vývoj akciových trhů.(6)

3.2.1.2 Fiskální politika vlády

Dalším faktorem lze jmenovat fiskální politiku vlády, která se zabývá správou a řízením příjmů, výdajů a dluhu daného státu.

Akciový kurz do značné míry ovlivňuje míra zdanění fyzických a právnických osob, a to tím, že snižují zisky firem, což má negativní vliv na výši vyplácených dividend, které se ještě znovu daní. Mimo dividendy stát ještě zdaňuje i kapitálové příjmy plynoucí z krátké držby cenných papírů. Tyto faktory negativně ovlivňují atraktivitu akcií a v důsledku snižují jejich ceny.

Naopak na výdajové straně politiky vlády působí pozitivně taková výdajová politika, u které jsou výdaje použity na nákup produktů či služeb u příslušných akciových společností. Negativní vliv na akciové kurzy přináší zvyšující se rozpočtový deficit, který bývá obvykle financován z emise státních dluhopisů, jež zapříčiní zvýšení úrokových sazeb. (5)

3.2.1.3 Peněžní nabídka

Jedním z nejvýznamnějších faktorů ovlivňujících kurzy akcií je peněžní nabídka. Mezi peněžní nabídkou a kurzy akciových instrumentů je v zásadě pozitivní vztah. Dle Rejnuše lze uvést obecně tři vysvětlení:

První spočívá v názoru, že v případě zvýšení peněžní nabídky centrální bankou při stejné poptávce po penězích, investoři volné prostředky investují z části i do akcií. Jelikož je v krátkém období nabídka akcií téměř fixní, její kurz bude růst. Tento vliv je označován jako efekt likvidity.

Další přístup bere v úvahu tvrzení, že při růstu peněžní nabídky investoři více nakupují dluhopisy, což zvýší jejich cenu. Růst ceny se ovšem projeví v poklesu jejich výnosových měr, a to způsobí větší přitažlivost alternativních aktiv, kterými jsou v tomto případě akcie. V konečném důsledku je tedy zvýšení poptávky po akciích a růst jejich cen.

Třetí přístup hovoří o skutečnosti, kdy zvýšení peněžní nabídky se projeví v poklesu úrokových sazeb. Firmy začnou více investovat a následně se zvýší jak úroveň jejich očekávaných zisků, tak i kurzy jejich akcií.

Všechny tři přístupy dochází ke shodnému závěru, a to, že růstem peněžní nabídky se vždy zvyšuje poptávka po akciích.(3)

3.2.1.4 Úrokové sazby

Dalším neméně důležitým kurzotvorným faktorem akcií jsou změny úrokových sazeb. V podstatě obecně platí inverzní vztah, že růst úrokových sazeb způsobí pokles ceny akcií a naopak pokles úrokových sazeb představuje příznivou zprávu pro investory, protože způsobuje růst akciových kurzů. Vliv změny úrokových sazeb na akciové kurzy se podle Musílky realizuje třemi cestami:

Podle hlavního směru finanční ekonomie odrážejí akciové kurzy současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů pro majitele akcie. Úroková sazba se používá při převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu a tedy při zvýšení úrokových sazeb

dochází k růstu požadované výnosové míry a ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionářů, z čehož plyne pokles akciového kurzu.

Růst tržních úrokových sazeb z dluhopisů způsobuje odliv peněžních prostředků z akciových trhů a zároveň příliv těchto prostředků na trhy s dluhopisy, které v důsledku mají vyšší výnosovou míru. Poptávka se tedy přesouvá z akciových trhů na trhy s dluhopisy při růstu tržních úrokových sazeb, až do chvíle, kdy se vytvoří rovnováha ve výnosové míře na obou trzích. Při tomto přesunu akciové kurzy klesají.

Další skutečností je, že úrokové sazby a jejich změny mají vliv na náklady na získávání kapitálu firem pro jejich investice. Růst reálných úrokových sazeb je spojen s poklesem míry investování, protože rostou náklady na jeho financování a snižuje se rentabilita. Pokles investic firem obvykle doprovází i pokles zisku, dividend a akciových kurzů.(2)

3.2.1.5 Inflation

Akciové instrumenty jsou považovány za dobrou investici v době, kdy se očekává zvýšení inflace zejména proto, že při růstu nominálního zisku se předpokládá i zvýšení vyplácených dividend a akciového kurzu. Avšak na základě výzkumů bylo prokázáno, že v prostředí inflace akcie neudrží svou reálnou hodnotu, i když jsou vázány k vlastnickému nároku k reálnému aktivu akciové společnosti. Tuto anomálii nám objasní hypotéza daňového efektu, která se zabývá odepisováním dlouhodobého majetku a ohodnocováním zásob firmy v období inflace. (4)

V inflačním období kurzy akcií klesají díky zvyšování daňového zatížení a snižuje se skutečný zisk. Tato teorie pracuje s tvrzením, že inflace předbíhá změnu akciových kurzů. Inflace působí na akciové kurzy, buď ovlivňováním zisku po zdanění nebo ovlivňováním rozhodování individuálních investorů při alokaci finančních prostředků.

Pro akciovou společnost má inflace dvojí negativní dopad. V prvním ohledu je to metodika odepisování, která odepisuje majetek na základě pořizovacích cen na místo nákladů, spojených s jejich reprodukcí. V podmínkách inflace reálná hodnota odpisů

klesá a tím se naopak zvyšuje daňové zatížení společnosti, což má vliv na disponibilní zisk a v důsledku klesají i vyplácené dividendy a akciové kurzy. V dalším ohledu spojeném s působením inflace je nebezpečí podhodnocení nákladů nutných k pořízení nových zásob. Toto riziko je reálné v případě využití metodiky oceňování zásob FIFO (first in, first out). I v tomto ohledu se zvyšuje daňové zatížení společnosti a snižuje disponibilní zisk.(6)

Inflace může mít pro společnost i příznivý vliv, kdy společnost profituje z růstu cen. Růst inflace následuje i zvýšení nominálních úrokových sazeb, což s přihlédnutím na skutečnost, že úrokové platby jsou nákladovou položkou, snižuje daňový základ společnosti.

3.2.1.6 Mezinárodní pohyb kapitálu

Celosvětovým trendem je liberalizace kapitálových trhů pro zahraniční investory. U institucionálních investorů lze rozpoznat snahu racionálně investovat celosvětově do nejvýnosnějších instrumentů na globálním akciovém trhu za účelem co nejvyšší míry zisku při nejnižším podstoupeném riziku a nejvyšší možné likviditě.

Pohyby kapitálu mají velký vliv na míru kolísání hodnoty aktiv na akciovém trhu. S přílivem zahraničního kapitálu rostou akciové kurzy a naopak s odlivem zahraničního kapitálu je zřejmý pokles. Skutečnost, že některé akcie jsou obchodovány na více světových burzách, zapříčiňuje, že pokles kurzu akcií na jedné burze vyvolává pokles kurzu akcií i na ostatních burzách.(6)

3.2.1.7 Schodky a nerovnováha

Dalším faktorem v rozhodování investorů jsou informace o schodcích a přebytcích zahraničního obchodu a státního rozpočtu. Jsou to zejména informace o situaci ekonomiky státu, zda je v rovnováze či nikoliv. Pro investory jsou zejména důležité trendy vývoje těchto veličin více než jejich absolutní výše. Na základě

získaných informací lze určit, zda se ekonomika státu nachází blízko rovnovážného bodu, či se od něj vzdaluje.

Deficit státního rozpočtu je chápán jako negativní kurzotvornou informací, protože bývá obvykle financován emisí státních dluhopisů, což způsobuje růst úrokových sazeb a v důsledku zapříčiní pokles akciových kurzů.(5)

3.2.1.8 Cenové regulace a černý trh

Ve standardních ekonomikách jsou ceny nastaveny trhem, avšak některé státní instituce mohou přistoupit k regulaci cen, což může znamenat jisté odchylky. To se projeví v existenci dvojích cen, a to cen oficiálních a cen dosahovaných na černém trhu, tyto rozdíly v chápání investorů působí stejně jako schodky veřejných rozpočtů. (5)

3.2.1.9 Ekonomické a politické šoky

Dalšími neméně důležitými faktory jsou ekonomické a politické šoky, které vždy negativně ovlivňují vývoj akciových kurzů. Mohou to být ropné šoky, kdy lze pozorovat velký nárůst cen ropy, na který kurzy akcií reagují poklesem, protože se akciovým společnostem prodražuje provoz a tím dosahují nižších hospodářských výsledků. Investoři se mohou obávat i dalších variant ekonomických šoků, jde zejména o vznik hyperinlace, obchodní a cenové války, změny devizových kurzů významných světových měn apod.

Mezi politické šoky můžeme zařadit válečné konflikty a revoluce, kdy jsou potlačena vlastnická práva. Demise vlád a nepředpokládané výsledky voleb také působí na povědomí investorů negativně.(6)

3.2.1.10 Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém

V neposlední řadě mezi makroekonomické faktory jsou zařazeny i takové společenské problémy jako jsou korupce a hospodářská kriminalita. Důležitost těchto faktorů je v každém státě individuální podle toho, jak jsou vnímány. Některé instituce sestavují žebříčky zemí podle rozšířenosti korupce a podle toho, na kterém místě se země ocitne, se řídí rozhodování potenciálních investorů.

Pro investory je důležitá hlavně funkce právního systému. Je dosti důležité, zda státní správa dokáže zařídit vymahatelnost dluhů a dodržování vlastnických práv. Aby tak nedocházelo ke znehodnocení nebo dokonce zničení majetku investorů, je dostatečná funkce právního systému pokládána za základní vlastnost vyspělých zemí.(6)

3.2.2 Odvětvová analýza

Měření citlivosti jednotlivých odvětví na celkový vývoj ekonomiky resp. citlivosti na stadium hospodářského cyklu je úkolem odvětvové analýzy. U jednotlivých odvětví existují rozdíly, a to jak jsou regulována státem, jakou ziskovost vykazují a také jaký bude jejich budoucí vývoj. Odvětvová analýza nemusí být nutně zaměřena jen na celé odvětví, nýbrž i na pododvětví, obory a podobory.(4)

Z hlediska citlivosti na hospodářský cyklus lze rozlišit odvětví na cyklická, anticyklická a neutrální.

Cyklická odvětví jsou typická dosahováním kladných hospodářských výsledků v období růstu, přičemž v období poklesu ekonomiky je tato situace opačná. Společnosti, spadající do cyklických odvětví, prodávají takové produkty a služby, u kterých lze nákup odložit na příhodnější dobu. Tyto společnosti se potýkají s poklesem odbytu v období hospodářské recese. Typickým cyklickým odvětvím je zejména automobilový průmysl, dále lze jmenovat stavebnictví, bankovníctví, elektrotechniku a spotřební průmysl.(4)

Mezi neutrální odvětví patří taková, která vykazují nízkou závislost na vývoji hospodářského cyklu dané země. Produkují zejména nezbytné statky a produkty s nízkou cenovou elasticitou, mezi které patří potraviny, léky, noviny a veřejná hromadná doprava.

U odvětví anticyklických je patrný růst odbytu v období recese a pokles v období expanze. Jako příklad bývá uváděna kabelová televize jako náhrada dražší zábavy, jako je např. cestování. Dále sem patří tzv. Giffenovo zboží neboli zboží nouze.

Z výsledků odvětvové analýzy je možné načasovat investici do akcií společností, spadajících do odvětví, které vykazují růstový trend kurzu akcií v souvislosti s fází hospodářského cyklu a tím dosahovat nejvyšších výnosů.(6)

Prognózování dalšího vývoje v odvětví se provádí zejména analyzováním minulých výsledků. A to vychází z odvětvového srovnání historického vývoje tržeb, zisků a kurzů akcií. Pro investora je důležité zvolit si především růstové odvětví.

Dalším faktorem hodnotícím odvětví je tržní struktura odvětví. Odvětví může být monopolní, oligopolní nebo konkurenční. Je tedy užitečné sledovat, zda v odvětví působí monopolní či konkurenční síly, které mají význam při prognózování tržeb firem, spadajících do odvětví a jejich budoucích hospodářských výsledků.

Do odvětvové analýzy patří i vládní regulace na úrovni odvětví, která je prováděna různými způsoby(5):

Za nejběžnější způsob vládní regulace lze označit stanovení tzv. maximálních cen. Tato regulace má přímý vliv na ziskovou marži firem, což se odrazí v poklesu tržních cen akcií podniku. Avšak na druhé straně může zapříčinit nižší kolísání jejich zisků, což je investory chápáno za méně rizikové.

Další vládní regulací je omezení vstupu do odvětví, které může být limitováno například udělováním zvláštních licenčních podmínek. Firmy již působící v odvětví jsou do jisté míry chráněny před vlivy konkurence. Omezení vstupu do odvětví je tedy faktor podporující růst kurzů akcií.

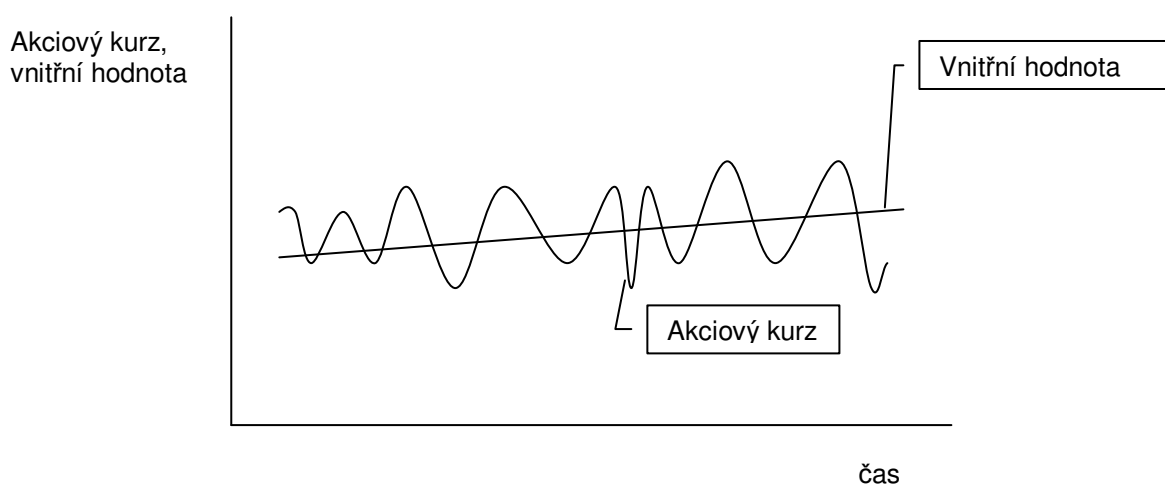
Za pozitivní vlivy státních zásahů na kurzy akcií v odvětví jsou dotace a subvence. Na druhé straně negativní vlivy státních zásahů jsou takové regulace, které způsobují dodatečné náklady podniku, které mohou být spojené s ochranou životního prostředí či mimořádná bezpečnostní opatření.

3.2.3 Analýza jednotlivých společností

Analýza firmy v rámci fundamentální analýzy je zaměřena na zjištění, zda je akcie nadhodnocena či podhodnocena. Tuto skutečnost zjistíme prověřením kvality společnosti a stanovením předpokladu jejího budoucího růstu. (4)

Akciové trhy neustále podrobují akcie ohodnocení, které podle přicházejících informací mění kurzy a z dlouhodobého hlediska i vnitřní hodnoty akcií. Vnitřní hodnota akcie je chápána jako stavová veličina, která nám říká, jaká by měla být její spravedlivá tržní cena. Ve velmi krátkém období je vnitřní hodnota akcie víceméně konstantní. Jestliže je v určitém okamžiku vnitřní hodnota akcie vyšší než její kurz, pak je tato akcie podhodnocena a lze předpokládat růst jejího kurzu. V situaci, kdy je akciový kurz vyšší než vnitřní hodnota akcie, pak je akcie nadhodnocena. (6)

Vztah mezi vnitřní hodnotou a akciovým kurzem zjednodušeně vyjadřuje následující obrázek:



Obrázek 1: Vztah vnitřní hodnoty a kurzu akcie

Pro rozsáhlou fundamentální analýzu, kterou provádíme v případě dlouhodobějších investic ji můžeme rozdělit do tří kontinuálních etap (6):

- ✓ Retrospektivní analýza
- ✓ Analýza současné ekonomické situace
- ✓ Analýza výhledová

Retrospektivní analýza je spíše orientována na zkoumání trendů podniku v minulosti. Tato analýza zkoumá, jak se vyvíjely tržby, struktura podniku popřípadě vlastníci, výrobní programy a podobně. Zkoumány jsou také nejrozličnější finanční ukazatele, které jsou srovnávány s podniky v odvětví v návaznosti na určení postavení podniku v odvětví. Tato oblast přispívá k vykreslení představy o vývoji podniku v minulosti. Etapa retrospektivní analýzy akciové společnosti umožňuje zařadit mnoho zanalyzovaných ukazatelů do časové spojitosti a vyloučit případné okamžité výkyvy. Bez správně vypracované retrospektivní analýzy nelze vypracovat analýzu výhledovou, pro správné prognózování je nutné operovat s delší časovou řadou minulých hodnot.

Analýza současné ekonomické situace společnosti je orientována na zkoumání vlivů na výkonnost sledovaného podniku. Předmětem zájmu této etapy jsou zejména současné výnosy a s nimi související náklady a jiné faktory, související s výkonností společnosti.(6)

Výhledová analýza je orientována jak na budoucí vývoj podniku, tak na jeho perspektivu v rámci odvětví. Navíc se přihlíží i k vývoji celé ekonomiky jako celku, jejíž je společnost součástí. Fundamentální analýzu lze provádět různým způsobem. Provádíme ji buď komplexně, nebo její hloubku lze přizpůsobit sledované investiční strategii a tedy ji zaměřit podle individuálně sledovaných záměrů konkrétního investora. Obsah analýzy se bude odvíjet od toho, zda se bude jednat o strategické záměry, kdy bude investor mít snahu získat majoritní balík akcií s cílem podílet se na řízení akciové společnosti, nebo se bude jednat jen o portfoliového investora, který se zajímá spíše o výplatu dividend. Dalším typem investora může být spekulant, který nakupuje akcie na krátkou dobu s cílem je při nejbližší příležitosti rychle prodat.

V těchto třech případech se bude zaměření a hloubka provedených analýz poněkud lišit.(5)

Základní metody pro ohodnocování vnitřní hodnoty akcie:

- Dividendové diskontní modely
- Ziskové modely
- Bilanční modely
- Finanční analýza

3.2.3.1 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely se řadí mezi nejčastěji používané metody při stanovení vnitřní hodnoty akciových instrumentů a jejich matematický postup je následující(5):

V případě, že bude investor uvažovat o koupi akcie, u které lze předpokládat držení v délce jednoho roku, vypočítá vnitřní hodnotu jako součet současné hodnoty dividendy získané za rok a současné hodnoty její očekávané prodejní ceny také na konci prvního roku jejího držení. Ovšem je třeba vzít na vědomí, že ani jedna z obou veličin není zaručena, protože se jedná o očekávané hodnoty.

Vnitřní hodnotu lze určit následovně:

$$VH = \frac{d_1 + C_1}{1 + r}$$

kde VH je vnitřní hodnota, d_1 očekávaná dividendy na konci prvního roku, C_1 očekávaná prodejní cena na konci prvního roku, r tržní úroková míra.

Co se týče prodejní ceny na konci prvního roku, lze ji určit opět jako současnou hodnotu budoucích příjmů plynoucích z akcie v dalším roce její držby. Proto platí:

$$C_1 = \frac{d_2 + C_2}{1 + r}$$

kde C_1 je očekávaná prodejní cena na konci prvního roku, d_2 očekávaná dividendy na konci druhého roku, C_2 očekávaná prodejní cena na konci druhého roku, r tržní úroková míra.

Dosazením druhé rovnice do předchozí rovnice vznikne vztah:

$$VH = \frac{d_1}{(1 + r)} + \frac{d_2 + C_2}{(1 + r)^2}$$

Tento vztah prezentuje vnitřní hodnotu akcie jako součet současných hodnot dividend vyplacených během dvou let a současné hodnoty očekávané prodejní ceny a na konci druhého roku její držby(6).

Tento krok lze opakovat n let a neustále nahrazovat jednotlivé hodnoty C za předpokladu, že na akcii lze pohlížet jako na nesplacitelný cenný papír, pak vznikne vzorec:

$$VH = \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \frac{d_4}{(1+r)^4} + \dots + \frac{d_n + C_n}{(1+r)^n}$$

kde VH je vnitřní hodnota, $d_1 - d_n$ očekávané dividendy v jednotlivých letech, C_n očekávaná prodejní cena v n-tém roce, r tržní úroková míra.

Z předchozího vztahu plyne, že vnitřní hodnota je součtem současné hodnoty budoucích dividend do n-tého období a současné hodnoty očekávané prodejní ceny v n-tém období. To ovšem může být nekonečně vzdálené, z čehož plyne, že jestliže se n bude blížit nekonečnu, pak se bude současná hodnota očekávané prodejní ceny blížit nule, tudíž je možné ji ze vzorce vypustit.(6)

Po této úpravě dostaneme vztah:

$$VH = \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \frac{d_4}{(1+r)^4} + \dots + \frac{d_n}{(1+r)^n}$$

Takto je vyjádřena vnitřní hodnota akcie jako současná hodnota budoucích dividend. Tento vzorec bývá označován jako dividendový diskontní model. Hlavním determinantem vnitřní hodnoty jsou očekávané budoucí dividendy, které je nutno do přítomnosti diskontovat.

Tento vzorec je možno zjednodušit na tvar:

$$VH = \frac{d}{r}$$

Popisovaný model je základem pro složitější modely, které mohou obsahovat např. roční konstantní nárůsty dividend apod. Avšak je důležité upozornit, že na

dividendách postavené modely jsou v praxi využitelné jen tehdy, když společnost nebude měnit dividendovou politiku. Jestliže se vyplácení dividend změní, je možné s využitím dividendových diskontních modelů pochybit.

3.2.3.2 Ziskové modely

Ziskové modely vycházejí z významného a investory sledovaného ukazatele P/E (price-earnings ratio), což je hodnota podílu aktuálního kurzu akcie a čistého zisku společnosti na jednu akcii. Ukazatel P/E informuje o tom, jak je investory ceněna peněžní jednotka zisku připadající na jednu akcii a zároveň je odrazem tržního ohodnocení budoucí výnosové perspektivy dané akcie.(5)

Ziskové modely se zabývají podstatou rozdílné výše ukazatele P/E u různých akcií. Analýza těchto rozdílů se provádí na dvou úrovních:

- V první úrovni se analytik zabývá faktory, které ovlivňují výše ukazatele P/E z pohledu celého národního trhu.
- V druhé úrovni se analyzují rozdíly ukazatele P/E z mikroekonomického hlediska u jednotlivých společností.

Co se týče prvního přístupu, tak z výzkumů je zřejmé, že hodnoty P/E bývají odlišné na jednotlivých akciových trzích. Tyto rozdíly jsou způsobeny zejména těmito faktory(6):

- Očekávání růstových příležitostí firem v daném státě - jestliže je očekávání investorů vysoké, pak je i poptávka vysoká, která zapříčiní růst kurzů akcií, čímž se zvýší i ukazatel P/E.
- Požadovaná míra výnosu - čím je míra požadovaného výnosu na trhu nižší, tím vyšší bývá hodnota ukazatele P/E.
- Míra inflace - zvýšení inflace následuje i zvýšení požadovaného výnosu ze strany investorů, pak i očekávané zvýšení inflace způsobuje pokles akciových kurzů a tím i pokles kurzu ukazatele P/E.

- Míra zdanění - čím jsou vyšší daňové sazby státu, tím je investory požadovaná míra výnosu vyšší, což zapříčiní pokles akciových kurzů a tím i hodnot ukazatele P/E.

Druhý přístup analyzuje individuální úroveň ukazatele P/E jednotlivých akcií.

V tomto případě bereme v úvahu následující faktory:

- Růstové perspektivy a rizika sledované akciové společnosti - v případě očekávaného vysokého růstu společnosti je i hodnota ukazatele P/E vysoká.
- Dividendová politika - výše vyplácených dividend determinuje zájem investorů o dané akcie. Vyšší vyplácené dividendy obecně zvyšují akciové kurzy, což v důsledku zvyšuje i hodnotu P/E. Z okamžitého hlediska závisí i na fázi životního cyklu společnosti, ve kterém se společnost nachází. Jestliže firma má k dispozici velké investiční příležitosti, pak je snižování dividend akceptovatelné. Avšak snižování dividend v období dospělosti firmy je bráno jako nežádoucí, pak klesá i ukazatel P/E.
- Typ odvětví a jeho popularita mezi investory - investoři obecně raději investují do takového odvětví, které se vyznačuje vysokou úrovní využívání moderních technologií a výzkumů. Odvětví s vysokou úrovní má pozitivní vliv na akciové kurzy a ukazatel P/E.
- Kvalita managementu analyzované společnosti - akciové společnosti, které jsou řízeny kvalifikovaným managementem mají oproti ostatním jistou výhodu, pak akciové kurzy v tomto případě rostou a spolu s nimi i hodnota ukazatele P/E.

Výpočet ukazatele si žádá i značnou míru opatrnosti. Ukazatel P/E je ovlivňován použitými účetními metodami, které jsou v různých státech odlišné. Dále může být ovlivněn jednorázovými finančními a obchodními operacemi, které nevykazují trvalý charakter. Může být zkreslen i zastaralými nebo neověřenými údaji.

Za přijatelné hodnoty tohoto ukazatele můžeme označit mezi 8 až 12, u vysoce výnosných akcií může tento ukazatel nabývat hodnot kolem 15. Tyto hodnoty poukazují na to, za jakou dobu na sebe daná akcie vydělá při její současné tržní ceně a čistém zisku, který na ni připadá. Ukazatel P/E může někdy vykazovat i vyšší hodnoty, avšak ty jsou signálem, že akciový kurz může v budoucnu klesat.(4)

Ukazatel P/E nám slouží zejména pro ohodnocení relativní úrovně jednotlivých akcií, ale nelze jej použít pro výpočet vnitřních hodnot, protože hodnota ukazatele P/E vynásobená ziskem E se rovná aktuální tržní ceně, nikoliv vnitřní hodnotě. Proto ke stanovení vnitřní hodnoty akciových instrumentů je nutno určit ukazatel průměrný P/E, který lze určit jak pro celý trh, tak v rámci jednoho oboru podnikání.

S pomocí ukazatele průměrného P/E lze vyjádřit vnitřní hodnotu akcie jako vztah:

$$VH = E \cdot (P/E)_P,$$

kde VH je vnitřní hodnota, E je očekávaný zisk vykázaný na jednu akcii sledovaného podniku v příštím roce, $(P/E)_P$ je průměrná úroveň ukazatele P/E na příslušném trhu.

Tento způsob výpočtu vnitřní hodnoty budou využívat zejména investoři, kteří hodlají držet akcie jen krátce. Někdy je obtížné získat hodnotu průměrného P/E, jelikož se mnohdy získává na základě složitých výpočtů. Lze je nahradit hodnotami ze statistik, které mohou být k dispozici zejména ve vyspělých zemích, nebo je také lze získat z údajů zveřejňovaných burzou cenných papírů.

Ukazatel průměrného P/E v rámci celého kapitálového trhu může signalizovat i tu skutečnost, že v případě jeho vysokých hodnot může předpovídat riziko ve smyslu budoucího poklesu kapitálového trhu.

3.2.3.3 Bilanční modely

Tato skupina modelů se opírá o data zveřejněné bilance společnosti. Bilanční modely využívají nejčastěji tyto hodnoty: nominální hodnota, účetní hodnota vlastního kapitálu, substanční hodnota, likvidační hodnota, reprodukční hodnota a substituční hodnota.(5)

Nominální hodnota

Je nutno uvést, že nominální hodnota nemá ani tak ekonomický význam jako právní. Nominální hodnota slouží k účelu stanovení podílu vlastníka akcií, z čehož jsou vyvozována práva na rozhodování v akciové společnosti.(6)

Účetní hodnota vlastního kapitálu

Účetní hodnotou vlastního kapitálu se rozumí rozdíl mezi celkovými aktivy společnosti a cizím kapitálem. Jestliže ji podělíme počtem akcií, pak dostaneme účetní hodnotu majetku na jednu akcii. Jestliže podělíme tržní cenu akcie účetní hodnotou majetku podniku připadající na jednu akcii, pak získáme „poměr aktuálního kurzu akcie k účetní hodnotě vlastního kapitálu společnosti připadajícího na jednu akcii“. Tento poměr bývá označován, jako P/BV (price-to-book-ratio). V případě, že bude hodnota ukazatele P/BV větší než jedna, pak lze konstatovat, že tržní cena akcie je vyšší než účetní hodnota na ni připadajícího vlastního kapitálu akciové společnosti. Pokud bude hodnota ukazatele P/BV menší než jedna, pak tomu bude právě naopak. Je tedy zřejmé, že investor si více cení akcií s ukazatelem P/BV větším než jedna, než akcií, u kterých tento ukazatel hodnoty jedna nedosahuje.

Objektivnost ukazatele P/BV však naráží na obtíže, spojené s účetní hodnotou, která je ovlivněna účetními metodami, které byly použity při pořizování a oceňování jejich aktiv v průběhu mnohdy velice dlouhého minulého období. Avšak tržní ceny akcií odrážejí aktuální názory investorů o vnitřní hodnotě akcie.(4)

Substanční hodnota

Bilanční model založený na substanční hodnotě kmenové akcie je méně využívanou metodou díky svojí složitosti a náchyllosti k subjektivnímu hodnocení. Vychází z účetní hodnoty majetku připadající na akcii, která se přecení aktuálními tržními cenami a dále i z pohledu předpokládaného budoucího použití tak, že započítáme pouze ta aktiva, u kterých se očekávají jejich budoucí výnosy. K této hodnotě se dále připočítává aktuální tržní hodnota nehmotného majetku, kam patří kvalita managementu, stupeň kvalifikace zaměstnanců, firmou vlastněné licence, patenty apod.(5)

Likvidační hodnota

Pojem likvidační hodnota znamená množství finančních prostředků, které lze rozdělit mezi akcionáře v případě, že by firma ukončila svoje podnikání a prodala všechna aktiva a narovнала všechny dluhy.

Likvidační hodnota je dána rozdílem mezi aktivy podniku oceněnými aktuálními tržními cenami a závazky, zvýšenými o likvidační náklady. Tento rozdíl je podělen počtem akcií. Tímto způsobem vypočtená likvidační hodnota bývá považována za dolní hranici tržní ceny akcie likvidované akciové společnosti. V případě, že by tržní cena byla nižší, pak by se podnik stal atraktivní investicí pro spekulanty, kteří by této investice ihned využili. (5)

Avšak stanovení likvidační hodnoty je v praxi obtížné a může být i nespolehlivé, protože likvidace firmy je proces dlouhodobějšího charakteru, pak se tedy likvidační hodnota může v čase měnit. Tato metoda je proto méně oblíbená.

Reprodukční hodnota

Hodnota, označovaná jako reprodukční hodnota je v podstatě rozdílem mezi reprodukční hodnotou aktiv a reprodukční hodnotou jejích závazků opět vzhledem k celkovému počtu emitovaných akcií. Tato metoda se od likvidační hodnoty liší tím, že

nezahrnuje náklady spojené s likvidací podniku, pak je tedy reprodukční hodnota vyšší než likvidační hodnota.(6)

Substituční hodnota

Tato hodnota udává vnitřní hodnotu na základě porovnání některých charakteristik (nejlépe ukazatel P/E) sledované akciové společnosti s podobnými podniky (substitučními). Obtíže spojené s tímto bilančním modelem plynou ze skutečnosti, že není snadné nalézt firmy, které podnikají pouze v jednom odvětví. Jestliže se to podaří, pak tato metoda nebere v úvahu aspekty, ve kterých se tyto podobné firmy mohou lišit. Může to být např. kvalita managementu, pověst značky apod. (5)

3.2.3.4 Finanční analýza akciové společnosti

Jednou z nejvýznamnějších metod fundamentální analýzy je finanční analýza, která umožňuje zhodnotit finanční situaci firmy. Finanční analýza vychází z pohledu do minulosti, čerpá tedy z účetních výkazů minulých let, a to zejména z Rozvahy a Výkazu zisků a ztrát. Finanční analýza zkoumá vývojové trendy analyzované společnosti a odhaluje případné poruchy v jejím finančním hospodaření.(7)

Finanční analýzu si pro potřeby fundamentální analýzy lze rozdělit na následující metody:

- Analýza absolutních ukazatelů
- Analýza poměrových ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů

Při analýze absolutních ukazatelů využíváme přímo údajů obsažených v účetních výkazech. Předmět analýzy spočívá ve sledování změn absolutní hodnoty ukazatelů v čase, změny pak vyjadřujeme v hodnotách absolutních či procentních.

Rozlišujeme dvě metody analýzy absolutních ukazatelů(8), a to:

- 1) Metoda horizontální analýzy
- 2) Metoda vertikální analýzy

Ad 1) **Metodou horizontální analýzy** porovnáváme změny finančních ukazatelů v časové řadě. Výchozí data najdeme v účetních výkazech firmy, které uvádí klíčové položky za posledních 5 až 10 let. Při analýze bereme v úvahu jak změny absolutní hodnoty, tak i procentní změny jednotlivých položek výkazů, po řádcích - horizontálně. Proto hovoříme o horizontální analýze účetních výkazů.(9)
Např.

$$\text{Změna 2010 k 2009 v \%} = \frac{(\text{částka 2010} - \text{částka 2009}) \cdot 100}{\text{částka 2009}}$$

Ad 2) **Vertikální analýza** posuzuje jednotlivé položky majetku a kapitálu, tzv. strukturu aktiv a pasiv firmy. Ze struktury aktiv a pasiv firmy lze vyčíst, jaké je složení

hospodářských prostředků potřebných pro výrobní a obchodní aktivity firmy a z jakých zdrojů byly pořízeny. Na schopnostech vytvářet a udržovat rovnovážný stav majetku a kapitálu závisí ekonomická stabilita akciové společnosti. Jednotlivé položky výkazů vyjádříme jako procentní podíly jedné z těchto položek. Postupujeme po letech odshora dolů, odtud ji nazýváme vertikální analýza účetních výkazů. Základem pro procentní vyjádření nám poslouží ve výkazu zisků a ztrát obvykle velikost tržeb, v rozvaze je to hodnota celkových aktiv a celkových pasiv. Mezi výhody vertikální analýzy patří skutečnost, že není závislá na meziroční inflaci a umožňuje tedy srovnatelnost výsledků analýzy z různých let i srovnávání vývojových trendů za delší období.(9)

Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu. Většinou vycházejí z položek rozvahy a výkazu zisků a ztrát. Údaje obsažené v rozvaze mají charakter stavových veličin, zachycují tedy okamžitý stav. Naproti tomu údaje z výkazu zisků a ztrát mají charakter tokových veličin. Pro přiblížení stavových ukazatelů k tokovým veličinám se někdy praktikuje počítat je jako průměry.(9)

Poměrové ukazatele jsou u analytiků nejoblíbenější a také nejrozšířenější metodou finanční analýzy, protože umožní získat poměrně rychlý obraz o základních finančních charakteristikách firmy. Jsou ovšem jen pomocníkem analýzy a interpretace jevů. Jejich výpočtem však analýza nekončí, naopak spíše začíná. Můžeme je chápat jako určité síto, jež zachytí oblasti vyžadující hlubší analýzu.

Poměrové ukazatele členíme na(8):

- 1) ukazatele rentability,
- 2) ukazatele likvidity,
- 3) ukazatele zadluženosti,
- 4) ukazatele aktivity.

ad 1) **Rentabilitu**, resp. Výnosnost vloženého kapitálu lze chápat jako měřítko schopností podniku vytvářet nové zdroje a tím dosahovat zisku použitím investovaného

kapitálu. Rentabilita je formou vyjádření míry zisku, která v tržní ekonomice slouží jako hlavní kritérium přerozdělení kapitálu.

- rentabilita celkového kapitálu (ROA),
- rentabilita vlastního kapitálu (ROE),
- rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu.

Ukazatele rentability používáme pro zhodnocení a posouzení celkové efektivnosti podniku, pomocí nichž lze vyjádřit intenzitu využívání, reprodukce a zhodnocení kapitálu investovaného do podniku. Tyto ukazatele řadíme do kategorie tzv. mezivýkazových poměrových ukazatelů, protože používají údaje ze dvou různých účetních výkazů, množství kapitálu z rozvahy a objem zisku z výkazu zisků a ztrát.(7)

Rentabilita celkového kapitálu (ROA) vyjadřuje čistou výnosnost celkových aktiv podniku. Čím je hodnota vyšší, tím je finanční situace podniku lepší. Vypovídací schopnost tohoto ukazatele snižuje skutečnost, že management podniku může použít strategii nízkých zisků, aby se tak vyhnul rozdělování dividend a placení daní z příjmů.

Rentabilitu celkového kapitálu vypočítáme podle následujícího vztahu:

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}}$$

kde EBIT = zisk před zdaněním a úroky.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého do podniku akcionáři. Pomocí tohoto ukazatele lze zjistit, zda jejich kapitál je dostatečně výnosný a zda se využívá s úměrnou intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika. Vypočítáme jej podle vztahu:

$$ROE = \frac{\text{ČZ}}{VK}$$

kde ČZ = čistý zisk (zisk po zdanění),

VK = vlastní kapitál.

Rentabilita dlouhodobého kapitálu slouží k srovnávání firem, a to zejména k hodnocení monopolních veřejně prospěšných společností. Vyjadřuje poměr celkových výnosů všech investorů (čistý zisk pro akcionáře a úroky pro věřitele) a dlouhodobých finančních prostředků, které má firma k dispozici, kam patří vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje.(6)

$$\text{Rentabilita dlouhodobého kapitálu} = \frac{\text{EBIT}}{\text{VK} + \text{dlouhodobé CZ}}$$

kde EBIT = zisk před zdaněním a úroky,

VK = vlastní kapitál,

CZ = cizí zdroje.

Rentabilita tržeb (ROS) je dalším ukazatelem výnosnosti a vyjadřuje schopnost podniku přeměňovat zásoby na finanční prostředky. Můžeme ji vypočítat jako podíl zisku a tržeb. Tržby ve jmenovateli představují výkony firmy za určité období(6).

$$\text{ROS} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

kde do čitatele lze dosadit EBIT nebo čistý zisk.

Finanční rentabilita vloženého kapitálu nám říká, kolik peněžních prostředků je schopen podnik vyprodukovat na jednotku investovaného kapitálu.

$$\text{Finanční rentabilita vloženého kapitálu} = \frac{\text{cash flow}}{\text{celkový vložený kapitál}}$$

Podobně je často sledována **finanční rentabilita vlastního kapitálu**, která vyjadřuje schopnost podniku vytvořit vlastními zdroji prostředky k vyplácení dividend a podílů na hospodářském výsledku.(6)

$$\text{Finanční rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{cash flow}}{\text{vlastní kapitál}}$$

ad 2) **Likvidita** vyjadřuje momentální schopnost podniku uhradit splatné závazky, je také měřítkem krátkodobé či okamžité solventnosti. Ukazatele likvidity dávají do poměru to, čím je možné platit (hodnoty dosazené v čitateli), a to, co je nutné zaplatit (hodnoty dosazené ve jmenovateli). Zkoumají nejlikvidnější část aktiv akciové společnosti a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele z rozvahy.(8)

Používáme tři úrovně ukazatelů likvidity:

- běžná likvidita,
- pohotová likvidita,
- okamžitá likvidita.

Běžná likvidita vyjadřuje, kolikrát jsou vyšší oběžná aktiva než krátkodobé cizí zdroje. Je typická svou citlivostí na strukturu zásob a jejich správné ocenění vzhledem k jejich expirační době, a na strukturu pohledávek vzhledem k jejich nesplacení včas či nedobytnosti. U zásob může být problematická delší doba, než se transformují na peněžní prostředky.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

Hodnota běžné likvidity by měla v ideálním případě nabývat hodnot 1,5 – 2,5.

Pohotová likvidita dává do poměru oběžná aktiva po odečtení zásob, a krátkodobé cizí zdroje.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé CZ}}$$

Ukazatel pohotové likvidity by měl nabývat hodnot v rozmezí od 1 do 1,5.

Okamžitá likvidita vyjadřuje pokrytí krátkodobých pasiv a rezerv podniku jeho finančním majetkem. Do čitatele se dosazují peníze (pokladna + běžný účet) a jejich ekvivalenty (krátkodobé cenné papíry, splatné dluhy, směnečné dluhy a šeky).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé CZ}}$$

Hodnota tohoto ukazatele by měla nabývat hodnot v rozmezí od 0,2 do 0,5.

ad 3) Ukazatele **zadluženosti** poukazují na to, z jakých zdrojů je podnik financován. Zkoumají tedy jeho finanční strukturu. Nad míru vysoká zadluženost může zhoršit likviditu a také poškodit celkovou hospodářskou situaci podniku. V této oblasti platí, že čím je vyšší zadluženost podniku, tím je vyšší riziko investorů. Proto je zřejmé, že při vysoké zadluženosti bude podnik získávat finanční prostředky obtížněji a dražší. K analýze zadluženosti slouží mnoho ukazatelů(9), např:

- celková zadluženost,
- míra zadluženosti,
- úrokové krytí,
- krytí stálých aktiv dlouhodobým kapitálem,
- krytí stálých aktiv vlastním kapitálem.

Celkovou zadluženost vypočítáme jako podíl cizích zdrojů a celkových aktiv. Obecně platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženost podniku a tím vyšší je riziko jak věřitelů, tak i akcionářů. S růstem zadluženosti se neustále zvyšuje riziko úpadku podniku. Vysoká zadluženost má přímý dopad na cenu jeho akcií a obligací obchodovaných na kapitálových trzích.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}}$$

Ukazatel míry zadluženosti je obdobný jako celková zadluženost a platí pro něj stejná pravidla. Ve finanční analýze se používá i převrácená hodnota tohoto ukazatele, která se nazývá míra finanční samostatnosti firmy.

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Úrokové krytí podává informace o tom, kolikrát zisk před odpočtem úroků a daní převyšuje placené úroky. V zásadě část zisku vyprodukovaná cizím kapitálem by měla pokrývat náklady na vypůjčený kapitál. Ukazatel úrokového krytí je v případě financování cizími zdroji velmi významný. Jestliže ukazatel nabývá hodnoty 1 značí to, že podnik je schopen splácet úroky, i když nevykazuje zisk. Doporučená hodnota úrokového krytí je vyšší než 5.(9)

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$$

Míra samofinancování je doplňkovým poměrovým ukazatelem, který souvisí s celkovým zadlužením. Vyjadřuje podíl vlastního kapitálu a celkových aktiv, což vytváří obraz o proporci v jaké jsou aktiva podniku financována penězi svých vlastníků.

$$\text{Míra samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Ukazatel podkapitalizování upozorňuje investory na nebezpečí nízkého podílu vlastního kapitálu podniku. Tohoto stavu společnost dosahuje v situaci, kdy firma je

příliš zadlužena a výše vlastního kapitálu je nepřiměřená rozsahu provozní činnosti. Ukazatel by měl nabývat hodnot vyšších než 1.

$$\text{Podkapitalizování} = \frac{\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál}}{\text{stálá aktiva}}$$

ad 4) **Ukazatele aktivity** měří efektivnost hospodaření firmy se svými aktivy. Jestliže jich vlastní více než je nutné, pak vznikají nadbytečné náklady, a tím se snižuje zisk. Jestliže naopak jich má nedostatek, pak firma přichází o spoustu potenciálně výhodných zakázek a přichází tak o výnosy, které by mohla utržit. Ukazatele aktivity nám objasní, zda množství aktiv v rozvaze je v poměru k minulým aktivitám. Z vypovídací schopnosti ukazatelů aktivity plyne, že je budou mít v hledáčku především majoritní vlastníci akciové společnosti, protože s jejich pomocí mohou hodnotit práci managementu a odhalit neefektivní řízení. Mezi nejpoužívanější ukazatele aktivity patří(9):

- obrat celkových aktiv,
- obrat stálých aktiv,
- obrat oběžných aktiv,
- obrat zásob,
- doba obratu zásob,
- doba obratu pohledávek,
- doba obratu závazků.

Obrat celkových aktiv měří efektivnost využití veškerých aktiv podniku. U tohoto ukazatele platí, že čím je jeho hodnota vyšší, tím lépe. Doporučovaná hodnota tohoto ukazatele je vyšší než 1, hodnota také značně závisí na odvětví, do kterého podnik patří.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Obrat stálých aktiv poukazuje na efektivnost hospodaření se stálými aktivy, což jsou budovy, stroje a zařízení, pozemky atd. Pokud je hodnota ukazatele nižší než průměr v odvětví, je to signál pro výrobu, aby zvýšila využití výrobních kapacit.

$$\text{Obrat stálých aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{stálá aktiva}}$$

Ukazatel **obratu zásob** udává, kolikrát je v průběhu roku každá položka zásob firmy prodána a znovu uskladněna. Slabou stránkou tohoto ukazatele je, že tržby jsou účtovány v tržních cenách, zatímco zásoby v nákladových (pořizovacích) cenách. Ukazatel tedy má tendenci nadhodnocovat skutečnou obrátku. Pro odstranění tohoto pochybení je vhodnější použít v čitateli náklady na prodané zboží, avšak v praxi se tradičně používají tržby.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

Doba obratu zásob vyjadřuje průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podnikání do doby jejich spotřeby, nebo do doby jejich prodeje. Doba obratu zásob je definována jako podíl zásob všeho druhu a tržeb.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360$$

Doba obratu pohledávek vyjadřuje podíl pohledávek z obchodního styku a tržeb. Doba obratu pohledávek udává počet dnů, kdy jsou peníze za každodenní tržby zadrženy v pohledávkách. Pro hodnoty tohoto ukazatele platí, že čím jsou nižší, tím lépe.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360$$

Doba obratu závazků udává průměrnou dobu od vzniku závazků z obchodního styku do doby jejich splacení. Je v zásadě žádoucí, aby ukazatel dosahoval hodnoty doby obratu pohledávek. Jestliže je doba obratu závazků vyšší než doba obratu pohledávek, pak firma čerpá dodavatelský úvěr, což je pro ni výhodné.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360$$

Omezení vypovídací schopnosti finanční analýzy(6)

Přestože je finanční analýza jednou z nejvýznamnějších způsobů podnikové fundamentální analýzy, posuzující finanční zdraví podniku, má své meze ve smyslu akciové fundamentální analýzy. Jelikož se finanční analýza odvozuje z dat minulých, má nízkou vypovídací schopnost o budoucích výsledcích a tudíž minimální vypovídací schopnost pro vnitřní hodnotu akcie, kterou se snažíme při fundamentální analýze akcií stanovit. Význam finanční analýzy je tedy pro vnitřní hodnotu akcie značně omezený.

Jestliže nám z finanční analýzy bude vyplývat rostoucí trend hospodářských výsledků, nemusí to nutně znamenat, že tento trend bude rostoucí i nadále. Finanční analýzu tedy použijeme k utvoření názoru o finančním zdraví firmy a k odhalení případných problémů v hospodaření s majetkem a zdroji. Finanční analýza čerpá data z finančních výkazů, kde mohou být data ovlivněna metodikou jejich sestavování, pak tedy mohou být poněkud zkreslena.

Spolehlivost výsledků fundamentální analýzy

Fundamentální akciovou analýzu lze provádět různými analytickými metodami, to je spojené zejména s tím, že při fundamentální analýze akcií analyzujeme veškeré faktory, které ovlivňují podnikatelskou činnost podniku, jejíž efektivnost je pokládána za rozhodující faktor ovlivňující vnitřní hodnotu akcie.

Ekonomické faktory vykazují značnou míru různorodosti, je tedy potřebné při jejich analyzování používat mnoho různých metod. A protože většina ekonomických faktorů spolu vzájemně souvisí, je důležité je analyzovat ve vzájemných souvislostech a při užití vhodných kombinací několika analytických metod současně. Z toho plyne, že fundamentální analýzu akcií je možno akceptovat jako soubor různých přístupů při využívání účelových kombinací různých analytických metod s cílem co nejpřesnějšího určování vnitřních hodnot vybraných akcií.

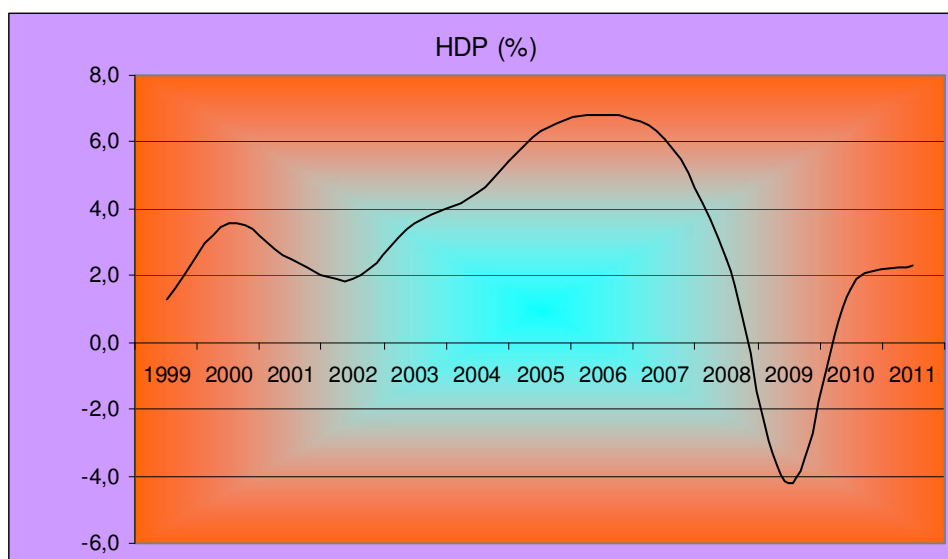
Výsledky získané různými analytiky různými metodami způsobí, že výsledky se mohou navzájem odlišovat. Je to způsobeno i tím, že každá metoda pracuje na jiném principu, pak tedy poskytuje i jiné výsledky. Některé metody jsou schopny určit přímo vnitřní hodnotu, jiné kvantifikují hodnoty pouze různých proměnných. Dále provedená fundamentální analýza závisí na individuálních úvahách finančních analytiků a také na tom, které metody a údaje v nich při analýze použijí. Dalším faktorem jsou rozdíly v ekonomické vyspělosti jednotlivých zemí a kvalitě investičního prostředí. Tyto faktory souvisejí s legislativní úpravou zemí. V rámci odvětví existují rozdíly např. ve státní regulaci. Při provádění podnikových analýz lze narazit na různorodost daňových a účetních zákonů, značně ovlivňujících velikost vykazovaných hospodářských výsledků a odhady jejich budoucích výnosů, což má nemalý vliv na očekávání investorů. V neposlední řadě je také nutno dodat, že fundamentální analýza může narazit na problém kontinuity časových řad, přičemž výše uvedené faktory se mohou měnit v čase (zejména účetní a daňové zákony apod.).(5)

4 Analýza problému a současné situace

4.1 Makroekonomická analýza ČR

4.1.1 Vývoj reálného výstupu ekonomiky v dlouhém a středním období

Česká ekonomika neustále rostla od roku 1999, přičemž v roce 2006 byl meziprocentní reálný růst HDP 6,8 %, kdy dosáhl rekordní úrovně v novodobé české historii. I v roce 2008 podle ekonomického přehledu OECD česká ekonomika nevykazovala známky přehřátí, přestože hospodářský růst patřil k nejvyšším v Evropské unii. Tento růst byl z největší části poháněn především výrobou určenou pro export. Rychlý hospodářský růst byl velkou šancí pro Vládu k snížení rozpočtového deficitu a k provedení strukturálních reforem, avšak Vlády ČR tuto příležitost plně nevyužily.(47)



Graf 1: Vývoj růstu HDP v ČR [%] Zdroj: (47)

V roce 2008 však nastal zlom v podobě finanční krize v USA na trhu s hypotéčními úvěry a bylo jen otázkou času, kdy se špatná nálada přenesla do Evropy a tedy i na české finanční trhy. Důvěra podnikatelů se v druhé polovině roku 2008 propadla a česká ekonomika se tak ve čtvrtém čtvrtletí ocitla v recesi. V roce 2009 již

česká ekonomika vykazuje červená čísla. HDP poklesl o 4,2 %. Česká ekonomika tak pocítuje propad poptávky po zboží a službách z okolních států EU, zejména pak Německa.

Tabulka 2: Vývoj HDP v ČR (reálně, meziročně) Zdroj: (23) Poznámka: *predikce

rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*	2011*
HDP %	1,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,2	1,6	2,3

V blízké budoucnosti však prognostici a analytici čekají oživení ekonomiky. Podle zdrojů Českého statistického úřadu se index důvěry v domácí ekonomiku v současnosti zvýšil. Evropská komise odhaduje růst tuzemské ekonomiky a to o 1,6 % HDP v roce 2010 a v roce 2011 ohodnotila růst HDP v ČR na 2,3 %. Česká ekonomika se tedy zřejmě dotkla pomyslného dna a bude růst.(23)

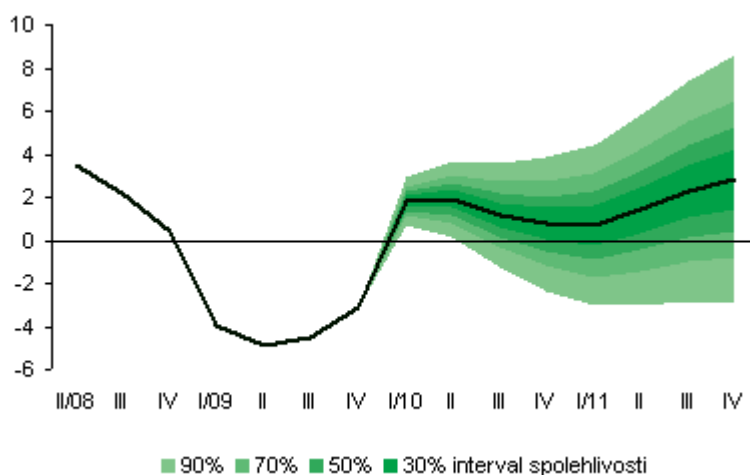
Tabulka 3: Vývoj HDP na obyvatele v ČR Zdroj: (48)

HDP na 1 obyvatele	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
(Kč/obyv.)	252 617	275 770	291 561	313 868	342 494	353 701	345 727

Vývoj obchodní bilance značí, že Česká republika je exportně orientovanou ekonomikou. Obchodní bilance se pohybuje v řádech desítek miliard korun, kdy vývoz převyšuje dovoz, a to v roce 2006 téměř o 40 miliard CZK, kdežto v roce 2009 to bylo 153 miliard CZK. Tento trend je trvale rostoucí, i přes probíhající globální recesi. Tento jev si snad můžeme vysvětlit jen tak, že v rámci hospodářské krize poklesl jak dovoz, tak vývoz z ČR, což je zřejmé z následující tabulky.(34)

Tabulka 4: Obchodní bilance ČR Zdroj: (34) *údaje za leden a únor

Zdroj: ČSÚ	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Vývoz z ČR %	5,0	14,3	14,3	4,6	-14,1	10,0
Dovoz do ČR %	11,6	15,8	15,0	6,7	-18,1	5,2
Obchodní bilance mld. Kč	38,6	39,8	87,9	67,2	153,1	29,7



Graf 2: Budoucí vývoj HDP v ČR dle ČNB Zdroj: (28)

Vějířový graf České národní banky zachycuje nejistotu budoucího vývoje sezonně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásmo kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s pravděpodobností 0,3 (30 % šance). Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobnostmi 0,5, 0,7 a 0,9.(28)

4.1.2 Fiskální politika vlády

Vlády České republiky, ať už pravicové či levicové, se podílely na růstu deficitu veřejných financí více či méně, avšak realita je taková, že nyní se potýkáme se státním dluhem, který se v loňském roce zvýšil o téměř 179 miliard na 1,178 bilionu korun.(44)

Státní rozpočet vykazuje pasivní saldo rozpočtu, i když je fiskální politika nastavena restriktivně. Státní rozpočet se v minulosti opíral o hospodářský růst ČR, avšak nyní, v období hospodářské recese dochází k výpadkům na příjmové straně státního rozpočtu, a tak se zvyšuje deficit státního rozpočtu.

Českou republiku čeká mnoho reforem týkajících se veřejných rozpočtů. Vláda, která vzejde z květnových voleb 2010, bude muset řešit problémy a stabilizovat státní rozpočet. Očekávají se reformy zdravotnictví, penzijního systému, daní aj. Bude se muset upravit, jak příjmová strana rozpočtu, tak výdajová, zejména je žádoucí redukovat mandatorní výdaje.

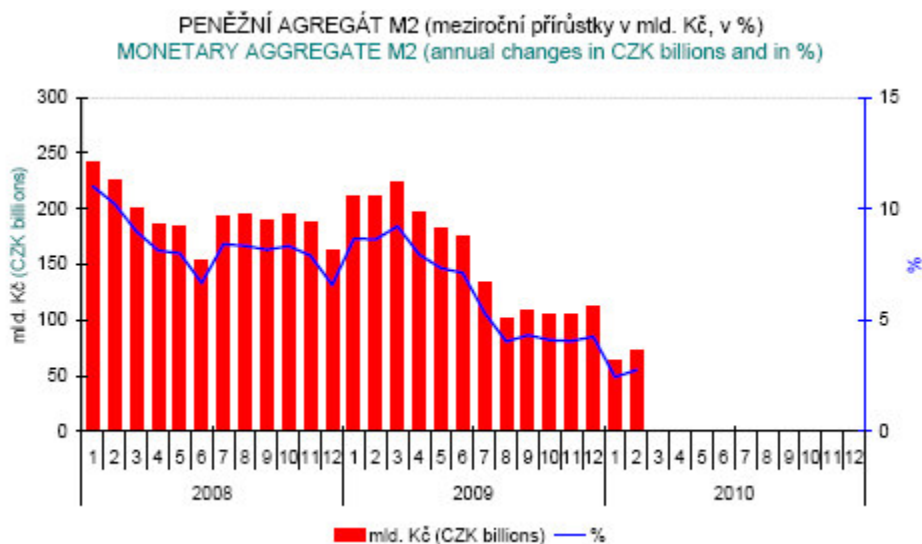
Deficit státního rozpočtu je pro něj velkým břemenem, a tak dochází ke snížení spotřebních možností země. Dochází tak ke ztrátě efektivnosti ze zdanění vlivem placení úroků a jistin.

České republice se nedaří plnit konvergenční kritéria stanovená Evropskou unií ke vstupu do Evropské hospodářské a měnové unie a pro zavedení společné měny - eura. Jedním z kritérií je právě podíl deficitu státního rozpočtu na HDP musí být menší než 3 %, což se v roce 2009 nepovedlo a zřejmě i v roce 2010 nepovede splnit.(53)

Nyní, v období hospodářského útlumu, by mohly nastat problémy s výpadky na příjmové straně státního rozpočtu, a to by vedlo ještě k většímu deficitu státního rozpočtu a tak i ke zvýšení celkového dluhu České republiky. Ratingové agentury mohou na zvýšení dluhu reagovat snížením ratingu a to by mohlo dluhy ještě více prodražit vlivem na zvýšení úroků z dluhu.

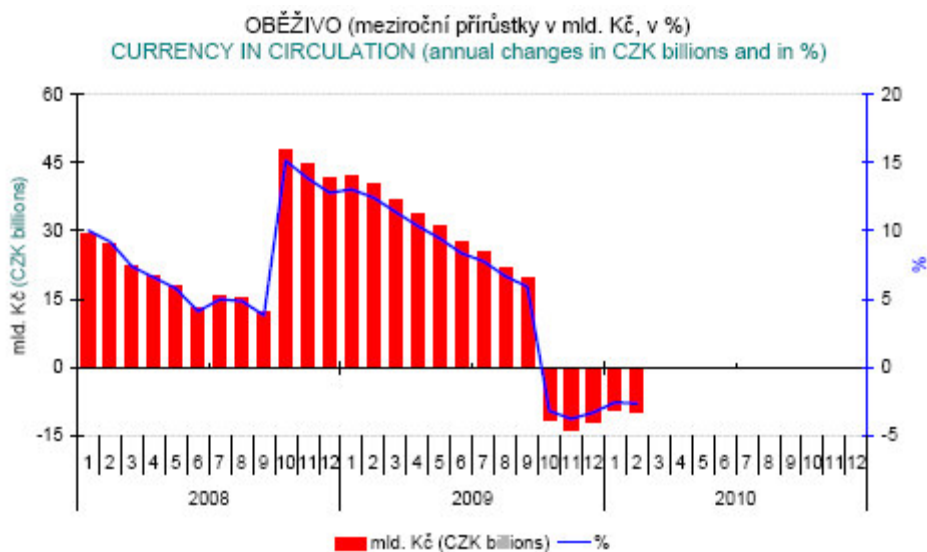
4.1.3 Peněžní nabídka

Peněžní zásoba, neboli primární zdroje bankovní soustavy po vyloučení vkladů Fondu národního majetku, zdravotních pojišťoven a vkladů místních a centrálních vládních orgánů s výjimkou mimorozpočtových prostředků rozpočtových organizací, je definována peněžním agregátem M2. Peněžní agregát M2, který je tvořen hotovostními penězi v oběhu, depozity na požádanou a termínovanými depozity a vklady v cizí měně, v roce 2009 se snížilo tempo růstu peněžního agregátu M2.(27)



Graf 3: Přírůstky peněžního agregátu M2 (meziročně, v mld. Kč, v %) Zdroj: (27)

Česká národní banka, v čele s guvernérem Zdeňkem Tůmou, do poloviny roku 2009 praktikovala expanzivní monetární politiku, čímž se zvyšovala inflace. Od druhé poloviny roku množství peněz v oběhu klesá.



Graf 4: Přírůstky oběživa (meziročně, v mld. Kč, v %) Zdroj: (27)

4.1.4 Úrokové sazby

Česká národní banka v minulém roce snižovala úrokové sazby celkem čtyřikrát, a to vždy o 0,25 procentního bodu. Úrokové sazby se tedy v loňském roce snížily celkem o jeden procentní bod, avšak 2T repo sazba již snížena nebyla, zastavila se na hodnotě 0,25 %. K poslednímu snížení diskontní a lombardní sazby došlo 7. května 2010, kdy byly sníženy opět o 0,25 %. Jedná se o historické minimum.

Tabulka 5: úrokové sazby ČNB Zdroj: ČNB

	Sazba (%)	Platnost od
Diskontní sazba	0,25	7.8.2009
2T repo sazba	0,75	7.5.2010
Lombardní sazba	1,75	7.5.2010
Povin.min.rezervy	2,00	1999

Poslední změna úrokových sazeb byla překvapivá, protože trh očekával, že úrokové sazby centrální banka nechá na původní úrovni. Jestliže dojde ke změně úrokových sazeb, aniž by to trh očekával, má to neblahý vliv na kurzotvorný proces akciových titulů.

4.1.5 Inflace

Obecně inflací lze rozumět všeobecný růst cenové hladiny v čase. Inflaci je možno vyjádřit jako procentní přírůstek indexů spotřebitelských cen. Tyto cenové indexy poměřují úroveň cen vybraného koše reprezentativních výrobků a služeb (cca 700) ve dvou srovnávaných obdobích, přičemž význam, který je jednotlivým cenovým reprezentantům ve spotřebním koši přisouzen, odpovídá podílu daného druhu spotřeby, který zastupují, na celkové spotřebě domácností. Do spotřebního koše bývá zařazeno potravinářské zboží a také zboží nepotravinářského charakteru (oděvy, nábytek, potřeby pro domácnost, drogistické a drobné zboží, zboží pro dopravu a volný čas, zboží pro osobní péči aj.) a služby (opravárenské, z oblasti bydlení, provozu domácnosti, zdravotnictví, sociální péče, dopravy, volného času, vzdělávání, stravování a ubytování,

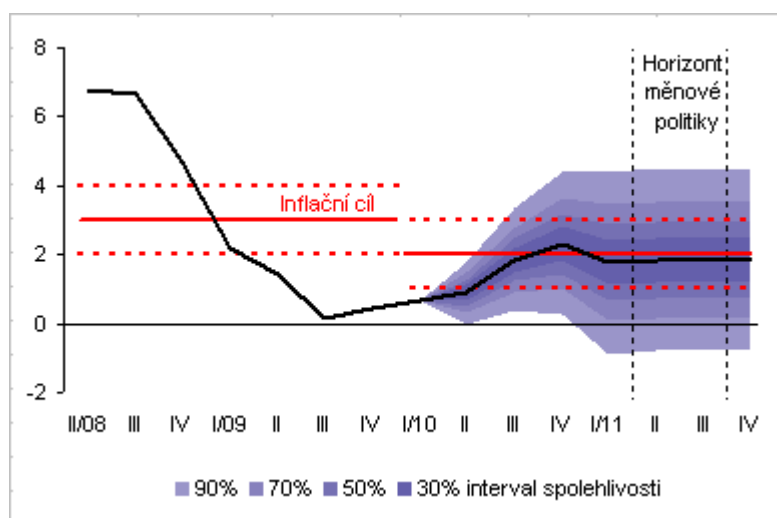
osobní péče a služby finanční). V minulém období (2009) dosáhla inflace hodnoty 1 %.(28)

Tabulka 6: Inflace (meziročně, v %) Zdroj: ČNB *odhad ČNB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Inflace (%)	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,9

V minulých letech byla hodnota inflace relativně nízká, držela se pod hranicí tři procent, s výjimkou roku 2008, kdy dosáhla hodnoty 6,3 %. Inflace tak reagovala na vysoký růst cen ropy a potravin. V neposlední řadě reagovala i na růst průměrných mezd v důsledku nízké nezaměstnanosti a spousty dalších dílčích faktorů. V roce 2009 dochází k prudkému poklesu inflace až na hodnotu jednoho procenta, přičemž ČNB má stanoven inflační cíl 2 % (s možnou odchylkou jednoho procentního bodu). V březnu roku 2010 inflace dokonce klesla v meziročním srovnání až na hodnotu 0,7 %, což značí citelné ochlazení naší ekonomiky. Na zmírnění meziročního růstu spotřebitelských cen se podílely v různé míře téměř všechny oddíly spotřebního koše, a to buď zpomalením cenového růstu nebo prohloubením cenového poklesu.(41)

Následující vějířový graf České národní banky zachycuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavější pásma kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s pravděpodobností 0,3 (30 % šance). Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobnostmi 0,5, 0,7 a 0,9.



Graf 5: Budoucí vývoj inflace (v %) Zdroj: ČNB

4.1.6 Mezinárodní pohyb kapitálu

Příliv přímých zahraničních investic v roce 2009 dosáhl hodnoty 52 mld. Kč. Hodnota zahraničních investic do ČR poklesla v důsledku hospodářské recese. V roce 2008 to bylo 110 miliard Kč a v roce 2007 to ještě bylo 212 miliard Kč. Úbytek je drtivý a svědčí o trvajícím útlumu celosvětové ekonomiky. Propad zahraničních investic do ČR značí slabou důvěru investorů v budoucí poptávku na našich trzích, tu totiž investoři v budoucnu neviděli, a tak méně investovali. Navíc se zde měnila výhodnost investičních pobídek.(29)

V loňském roce (2009) investice ze zahraničí do ČR proudili hlavně do výzkumu a vývoje a do oblasti strategických služeb. Ze 186 loňských investičních projektů se 84 věnuje výzkumu a vývoji, 67 strategickým službám a 35 výrobě. Zaměstnání v nových projektech našlo přibližně 6000 lidí, 1050 z nových míst je pro vysokoškoláky.(57)

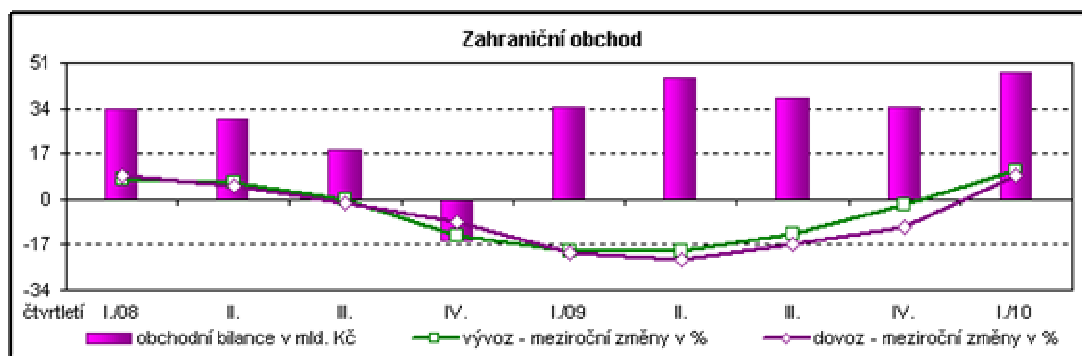
Česká republika je atraktivní především díky kombinaci faktorů jako jsou schopní zaměstnanci, dobrá infrastruktura a výhodná geografická poloha. Náklady na práci však v naší zemi rostou. Ještě v roce 2006 byla Česká republika pro investory(50) sedmou nejatraktivnější zemí světa. Česká republika také vyniká v počtu pracovních míst vytvořených díky zahraničním investicím.(20)

4.1.7 Schodky a nerovnováha

Tato oblast má negativní vliv na vývoj akciových kurzů. V případě České republiky to není jinak. Státní rozpočet se potýká s dluhy již od vzniku České republiky. Na konci roku 2009 státní dluh činil 1 178 miliard Kč a tento se bude zvyšovat, protože Vláda ČR počítá pro rok 2010 s rozpočtem, který bude mít deficit cca 170 mld. Kč. A tento stav se může ještě zhoršit při špatném odhadu růstu HDP.(46)

Podle dostupných informací se státní rozpočet už v prvním čtvrtletí roku 2010 potýkal s deficitem 78 miliard, což je nejvíce za posledních deset let. To poukazuje na neutěšený stav veřejných financí, který se bude muset v budoucnu řešit. Vlády ČR si velice snadno zvykly na minulý růst českého hospodářství a nastavovaly rozpočty i v době konjunktury deficitně. Kdežto standardní by bylo v době růstu snižovat státní dluh.(42)

Zahraniční obchod od 3. čtvrtletí 2008 vykazoval pokles v souvislosti s globální hospodářskou recesí. Avšak v prvním čtvrtletí 2010 již opětovně vykazuje růst, což by mělo být příznivou informací pro investory a zároveň i pozitivní kurzotvornou informací. Saldo zahraničního obchodu skončilo v 1. čtvrtletí 2010 nejvyšším čtvrtletním přebytkem (47,3 mld. Kč) od vzniku České republiky.(21)



Graf 6: Balance zahraničního obchodu (v mld. Kč) Zdroj: ČNB

4.1.8 Cenové regulace

Cenové regulace narušují volný trh a konkurenci a působí negativně na tvorbu kurzu akciových titulů. V České republice fungují liberální ceny stanovené trhem, avšak možnosti státní regulace cen cenovými nebo místními orgány upravuje Zákon o cenách (526/1990 Sb.). Místní orgány mohou stanovit jen maximální cenu, ostatní způsoby regulace jsou vyhrazeny pouze cenovým orgánům.(45)

Česká republika má regulované ceny jen v několika málo oblastech, kde tato regulace je chápána jako nezbytná a žádoucí. Například v oblasti energetiky, kde působí akciová společnost ČEZ, jejíž akcie budou pro potřeby diplomové práce analyzovány, reguluje ceny Energetický regulační úřad, ale jehož regulace neplatí v celé oblasti energetiky, kde jinak platí ceny stanovené na tržních principech.

4.1.9 Ekonomické a politické šoky

V zemi s demokracií je velice důležité, jaká politická reprezentace zasedne po volbách do zákonodárního Parlamentu České republiky a jaká z toho vzejde Vláda, pravicová či levicová, jaké bude prosazovat zákony, které ovlivní dění na české ekonomické scéně a jak budou z ekonomického hlediska řídit zemi.

V roce 2010 čeká naší zemi „super-volební“ rok, kdy v některých krajích proběhnou volby třikrát, a to sněmovní, senátní a komunální. Podle toho, jak volby dopadnou, zachvátí zemi změny, ať už prospěšné nebo méně prospěšné ekonomické situaci Česka. Vládní reprezentace do určité míry je schopna tuto situaci změnit, udržet, zlepšit nebo zhoršit. Ať už tedy volby dopadnou jakkoliv, budou mít určitý vliv na ekonomiku země a tedy i na vývoj na finančních trzích.(18)

I přesto, že v roce 2006 sněmovní volby dopadly patem mezi levicovými a pravicovými stranami, dokázaly se strany nakonec domluvit na vládnutí a politická nestabilita na chvíli vzala za své. Bohužel jen do doby, kdy se levicovým stranám podařilo v Poslanecké sněmovně vyslovit nedůvěru Vládě ČR a ještě aby toho nebylo málo, bylo to zrovna v době předsednictví České republiky Evropské unii. Tento projev

politické nestability České republiky do jisté míry otřásl finančními trhy a důvěra investorů se snížila. Naštěstí krátce nato se politická situace stabilizovala jmenováním dočasné úřednické vlády.

Volby do Poslanecké sněmovny, které se konají na konci května 2010, vyvolávají v očích veřejnosti i investorů, analytiků a podobných zájmových skupin velké očekávání, kam se bude Česká republika po volbách ubírat, jakou politiku a ekonomická rozhodnutí bude nová vláda praktikovat.

4.1.10 Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém

Kurzy akcií a s nimi spojené investorské rozhodování jsou do jisté míry ovlivněny i společenskými faktory a jevy, jakými jsou korupce nebo hospodářská kriminalita. V současnosti se korupce stala aktuálním tématem a láká na sebe svoji pozornost a stává se lukrativním tématem i pro politiky. Korupce je nepříjemným jevem společnosti a působí v očích okolí negativním dojmem.

K odhalování korupce a její kvantifikování je v České republice zřízena pobočka Transparency International, jedná se o nevládní neziskovou organizaci, jejímž posláním je mapovat stav korupce v ČR a svou činností aktivně přispívat k jejímu omezování. Už samotný fakt, že je na území ČR taková instituce, napomáhá k dobrému mínění o naší zemi. Žijeme v právním státě, kde je korupce nepřijatelná.(58)

Podle zjištění celosvětové studie společnosti PricewaterhouseCoopers 24 % společností v České republice se loni stalo obětí jednoho i více případů hospodářské kriminality, což je sice pod průměrem střední a východní Evropy i celosvětovým průměrem, ale i tak to svědčí o neutěšeném stavu obchodní morálky v Česku. Česko bohužel nemá propracovaný systém odhalování hospodářské kriminality, podvody jsou odhaleny spíše náhodou (více jak polovina případů hospodářské kriminality), a proto je možné, že reálný počet případů hospodářské kriminality je v Česku větší. Nejčastěji podvody souvisí s manipulací účetnictví, zkreslováním finančních informací a majetkovou zpronevěrou, která je ostatně nejběžnějším typem české hospodářské kriminality.(52)

4.2 Makroekonomická analýza vybraných států Evropy

Jelikož Skupina ČEZ, jejíž akcie jsou předmětem fundamentální analýzy, působí v několika sousedních státech a v zemích východní Evropy, je žádoucí zabývat se rozbohem globálních faktorů tohoto okolí pro tvorbu názoru o ekonomické situaci takových zemí. Podle dostupných informací Skupina ČEZ nepůsobí jen ve státech sousedících s Českou republikou, ale i v zemích Balkánského poloostrova, na Ukrajině, v Turecku nebo Rusku.(25)

Globální analýza jmenovaných zemí bude provedena ve zkratce pro obecnou představu o ekonomickém vývoji uvedených zemí.

Německo

Německo je největší ekonomikou v Evropě a zároveň třetí největší ekonomikou na světě. V globalizovaném světě i německá ekonomika se ocitla v hospodářské recesi. Hrubý domácí produkt se v roce 2009 propadl o pět procent. Za rok 2008 německá ekonomika vykázala ještě růst o 1,3 % HDP. Nejsilnější tvůrcem HDP je pro Německo export. Avšak německá ekonomika se patrně již vymanila z recese, protože ve třetím čtvrtletí minulého roku, kdy tamní HDP dosáhl mezičtvrtletně 0,7 % poté, co se ve druhém čtvrtletí zvýšil o 0,4 %. Oživení hospodářské situace v Německu bylo ovlivněno zřejmě fiskálním stimulem kancléřky Angely Merkelové, která prosadila 85 miliard Euro na podporu ekonomického růstu.(53)

Exporty rostly v listopadu více, než očekávali analytici, a zvýšila se i podnikatelská důvěra. Podle prognózy Bundesbank se německá ekonomika zvýší v tomto roce o 1,6 % a v příštím roce o 1,2 %.

Německo hospodařilo v roce 2009 se schodkem státního rozpočtu k HDP ve výši 3,2 %. Vedlo si poměrně dobře s ohledem na meziroční pokles HDP o 5 procent.

Míra nezaměstnanosti je v Německu k poslednímu březnu 8,5 %, což znamená, že je v Německu asi 3,5 milionu nezaměstnaných. Je to méně než je průměrná nezaměstnanost v EU (9,6 % k 31.3.2010). Míra inflace je v Německu u hodnoty 1,1 %.(32)

Výhled

Oživení německé ekonomiky se ve čtvrtém kvartále loňského roku zarazilo, když slabá soukromá spotřeba a investice zastínily prudký nárůst vývozu, a zanechaly tak největší evropskou ekonomiku na začátku roku 2010 v nejistotě. Avšak na konci dubna 2010 se ekonomický sentiment Německa výrazně zlepšil. Finanční odborníci očekávají v následujícím půlroce pokračující zotavení z hospodářské krize, optimistický výhled zlepšuje nárůst podnikových zakázek a vývoz. Spolkové ministerstvo hospodářství vydalo hospodářský výhled pro letošní rok tak, jak se předpokládalo. Odhaduje růst německé ekonomiky o 1,4% a v roce 2011 zrychlení růstu na 1,6%.(32)

Energetika

V r. 2008 byla v Německu vyprodukována elektřina v objemu 639,1 TWh (brutto), z čehož bylo importováno 40,2 TWh, export činil 62,7 TWh. Hrubá spotřeba elektřiny činila v r. 2008 617 TWh, tj. o 0,4% méně než v r. 2007 (dlouhodobě však spotřeba elektřiny mírně roste). V rámci domácí produkce elektřiny bylo získáno 20,1% z černého uhlí, 23,5 z hnědého uhlí, 23,3% z jaderných elektráren, 4,2% z vodních elektráren a 6,3% z větrných elektráren a 13% ze zemního plynu.(14)

I přesto, že na německém trhu s elektřinou působí několik set společností, trh je dominován čtyřmi koncerny - E.ON, RWE, EnBW a VATTENFALL Europe, které v součtu produkují přes 80% elektřiny a mají de facto geograficky rozdělené sféry působení v Německu.

Německo usiluje o zvýšení výroby elektrické energie z obnovitelných zdrojů, zejména z větrné a sluneční energie.

Polsko

Polská ekonomika si v roce 2009 vedla uspokojivě. Vykázala růst 1,7 % HDP. Růst HDP sice zpomalil z 5 % v roce 2008, ale není v červených číslech. Polsko je tedy asi jediných státem Evropské unie, který se vyhnul hospodářské recesi. Investice v loňském roce meziročně klesly o 0,3 procenta a domácí poptávka o 0,9 procenta. Soukromá spotřeba naopak stoupla o 2,3 procenta. Růstu jistě také pomohlo snížení

úrokových sazeb centrální banky v první polovině roku až na rekordní minimum 3,5 procenta.(35)

Je zajímavé, že polská ekonomika odolává globální finanční krizi mnohem lépe než sousední Česká republika a Slovensko, jejichž ekonomiky jsou totiž mnohem více závislé na exportu.

Polsko se však potýká s přibýváním nezaměstnaných. Míra nezaměstnanosti v Polsku se v březnu vzrostla na 9,1 procenta z únorových 9,0 procenta. Počet nezaměstnaných v Polsku tak stoupl na 1,81 milionu. Pořád je to méně než průměr EU. Obchodní bilance Polska vykazuje pasivní saldo, je to tedy ekonomika, kam se více dováží. Míra inflace se v Polsku pohybuje na hranici 2,9 %.

Výhled

V roce 2010 je v Polsku očekáván solidní růst, zejména ve srovnání s mnohými z jeho sousedních zemí, ale na druhou stranu je zaznamenáváno zhoršování veřejných financí. Předpověď růstu HDP Polska se pohybuje ve výši 2,6% v roce 2010 a 3,7% v roce 2011, což podtrhuje sílu polské ekonomiky, když eurozóna bojuje, aby unikla silné recesi. Posilování exportních trhů a pokračující stimuly nadále poskytují podporu polské ekonomice.(54)

Energetika

Polsko pracuje na projektu první jaderné elektrárny v zemi, která má být dokončena v roce 2020. Polsko potřebuje nový zdroj, který sníží závislost na uhelné elektrárně PGE Belchatow, která je s ročními emisemi 30,9 milionů metrických tun karbondioxidů největším znečišťovatelem v EU. Tuzemský ČEZ je aktivní na polském trhu.(49)

Slovensko

Slovenská ekonomika vykázala za rok 2009 propad 4,7 procenta HDP, což kopíruje státy eurozóny, nacházející se v hospodářské recesi. Slovenská ekonomika má

tak za sebou nejhorší propad během minulého desetiletí. Schodek hospodaření veřejných financí Slovenské republiky za rok 2009 dosáhl 4,29 miliardy eur, což odpovídá 109 miliardám Kč, je to tedy 6,77 procenta HDP.(31)

Zahraniční obchod Slovenska v lednu vykázal schodek 279,5 milionu eur, zatímco ve stejném období loni byl ještě v přebytku 42,3 milionu eur. Export v uplynulém období táhla výroba automobilů, která kvůli světové hospodářské recesi zaznamenala pokles odbytu. Horší výsledky ale naznačily již údaje o průmyslové výrobě. Ta se kvůli poklesu zájmu o nákup zboží a kvůli odstávce výroby v důsledku dvoutýdenního výpadku dodávek zemního plynu z Ruska v lednu meziročně propadla o více než čtvrtinu.(36)

Aktuální míra inflace je na Slovensku 1,6 procent, kdežto v roce 2009 to bylo ještě celých 4,6 procent. Míra nezaměstnanosti je na Slovensku vysoká, nyní činí 14,1 procent, v polovině minulého roku to bylo ještě 11,6 procenta.

Výhled

Slovenské hospodářství příští rok vzroste podle Evropské komise o 1,9 procenta a v roce 2011 o 2,6 procenta. Odhaduje se, že slovenská ekonomika se bude postupně v letech 2010 a 2011 oživovat. Evropská komise také dodává, že vládní dluh vzrostl z 28 procent HDP v roce 2008 na 39 procent v roce 2009. A pokud nepřistoupí ke změnám, pak by v roce 2011 mohl dosahovat 43 procent HDP.

Energetika

Nejdůležitější energetické podniky na Slovensku jsou Slovenské elektrárny a.s., jejichž privatizace byla dokončena v dubnu 2006, Slovenské energetické strojírny, a.s. Tlmače a Slovenský plynárenský průmysl a společnost Transpetrol, a.s. Z hlediska energetiky bylo pro rok 2008 významné oznámení italského Enelu rozhodnutí dostavět jadernou elektrárnu Mochovce. Italská energetická společnost Enel, vlastník Slovenských elektráren plánuje v průběhu sedmi let investovat do slovenské energetiky 2 mld. EUR. Slovenská vláda jadernou energetiku podporuje, podle ministerstva hospodářství mají být postaveny čtyři nové bloky.(16)

Z obnovitelných zdrojů slovenská vláda považuje za perspektivní zdroje větrnou energii a biomasu. Společnost BIO energia Košice vyhlásila obchodní veřejnou soutěž na výstavbu fotovoltaické elektrárny.

Maďarsko

Po vypuknutí krize v USA bylo Maďarsko první evropskou zemí, kterou naplno postihly její globální důsledky. V roce 2008 se Maďarsko kvůli vysokým dluhům a prudkému oslabení domácí měny (forintu) po odlivu zahraničních investic odstartovaném finanční krizí dostalo do nebezpečí, že nebude schopno splácet své závazky, a muselo žádat o mezinárodní finanční pomoc. Ještě v průběhu téhož roku se maďarská ekonomika propadla do recese, když HDP v posledním čtvrtletí zaznamenal dvouprocentní meziroční pokles a za celý rok vzrostl jen o 0,6 procenta. V roce 2009 se krize dramaticky prohloubila, když meziroční pokles HDP podle předběžných údajů dosáhl 6,7 procenta. V tomto kontextu se předpokládané zpomalení hospodářského propadu na 0,6 procenta v roce 2010, které předpovídá maďarská vláda, paradoxně jeví jako příznivá zpráva, což může vysvětlovat relativní zlepšení hodnocení současného stavu maďarské ekonomiky. Saldo obchodní bilance Maďarska bylo v roce 2009 aktivní.(13)

Míra nezaměstnanosti Maďarska v současnosti je 11,4 procenta, což je více než průměr eurozóny. Přičemž v polovině roku 2008 činila 7,5 procenta. Bez práce je tak 478 700 lidí. Inflace je v Maďarsku překvapivě vyšší, než je tomu tak v sousedních zemích. Současná inflace je 6,3 %. Za růstem cen v roce 2009 stálo zejména zvýšení spotřební daně na klíčové zboží, jako jsou pohonné hmoty, alkohol a tabák. K nárůstu přispěly rovněž vyšší ceny energie pro domácnosti a potravin.

Výhled

Po parlamentních volbách, kdy vyhrála jedna strana s ústavní většinou, mohou nastat velké změny k lepšímu, protože vítězná politická strana tak bude moci pohodlně uplatňovat svůj program. Maďarsko v únoru zlepšilo hospodářský výhled, ekonomika by letos měla klesnout pouze o 0,2 procenta. V loňském roce se maďarská ekonomika

propadla o procenta čtyři. Podle Mezinárodního měnového fondu by měla země svou měnovou politiku i nadále uvolňovat opatrně a v postupných krocích. Dbát by měla i na podmínky, které panují na finančních trzích.(19)

Energetika

V Maďarsku v roce 2003 započala liberalizace energetického trhu. Hlavním zdrojem elektrické energie zaujímá jaderná elektrárna Paks. Dlouhodobě se zde vyrábí kolem 40 % elektrické energie spotřebované v Maďarsku. Maďarsko pro střednědobé zásobování elektrickou energií nemá jinou alternativu, než prodloužení životnosti JE Paks. Po schválení projektu prodloužení životnosti JE Paks dojde ze strany státu k vypsání konkrétních tendrů. Při prodloužení životnosti všech čtyř bloků dojde i ke zvýšení výkonu jaderné elektrárny o 8 %. Investice si vyžádají 653 mil. EUR.(13)

Významnou událostí pro Skupinu ČEZ je, že její generální ředitel a předseda představenstva, Martin Roman, byl zvolen členem představenstva maďarské ropné a plynárenské společnosti MOL, se kterou v minulosti už spolupracovala. ČEZ a MOL v minulosti založily společný podnik pro investice do plynových elektráren, jedná se o spolupráci joint venture. MOL svou podnikatelskou činnost zaměřuje na území střední a východní Evropy.(30)

Bulharsko

Bulharská ekonomika je o poznání slabší, než země střední Evropy. HDP na hlavu má asi dvakrát nižší, než Česká republika. I Bulharské ekonomice se recese nevyhnula a postihla ji v plné parádě. HDP Bulharska v roce 2009 kleslo o 5,1 procenta, přičemž ještě v minulých 5 letech vykazovalo růst HDP kolem 6 procent. Obchodní bilance Bulharska během posledních pěti let skončila pasivním saldem.(12)

Inflace v Bulharsku byla v předchozích letech vysoká, v roce 2008 byla dokonce dvouciferná na hodnotě 12,4 %, kdežto v roce 2009 již poklesla na 2,8 %. Nezaměstnanost do nedávna byla nízká, kolem 6 %, kdežto v roce 2009 již vzrostla na 9,1 %.

Výhled

Pokles spotřeby a tím i další snižování výkonnosti ekonomiky se očekává i v roce 2010. Kromě jiného se to projeví zejména útlumem na úvěrovém trhu a snižováním příjmů obyvatelstva, růstem nezaměstnanosti a restrukturalizací vládních výdajů (škrty na výdajové straně rozpočtu) s cílem udržení minimálního deficitu ve státním rozpočtu. Mírný růst se očekává až ve druhém pololetí roku 2010.

Energetika

Bulharsko má celkový instalovaný výkon 11 215 MW, z toho tepelné elektrárny mají 4 410 MW, jaderná elektrárna 2 000 MW, průmyslové kogenerace 1795 MW a vodní elektrárny 3 010 MW. Mezi největší elektrárny patří TE Varna (1260 MW, tj. 6x210 MW, vlastníkem je ČEZ a.s.), Enel Maritza Iztok 3 (768 MW, vlastníkem je italská společnost Enel).(12)

Vysokonapěťové přenosové sítě jsou ve vlastnictví státu. Vlastnická práva a správu v nich vykonává Národní energetická společnost NEK. Distribuci elektrické energie zajišťují společnosti "ČEZ Razpredelenie Bulgaria" (západní část Bulharska; majoritní podíl 66% vlastní ČEZ a.s., zbytek bulharský stát), „EVN Elektrorazpredelenie Bulgaria“ (jihovýchodní část země; majoritní podíl vlastní rakouská EVN, zbytek stát), „EON Bulgaria Mreži“ (severovýchodní část BG; majoritní podíl vlastní německá E.ON, zbytek stát) a lokální privátní distribuční společnost „ERP Zlatni Pjasci“, která je ve vlastnictví BG fyzických osob.

Rumunsko

V průběhu roku 2009 dolehla na rumunské hospodářství s plnou silou globální hospodářská recese. HDP meziročně poklesl o 7,1 procenta. Odhady mezinárodních institucí jako je MMF nebo Světová banka však byly ještě dramatictější (propad 8-8,5 % HDP). Nicméně při čtvrtletním srovnání se ukazuje, že rumunská ekonomika není ještě z krize venku. Vláda přitom počítá v zákoně o státním rozpočtu na rok 2010 s hospodářským růstem 1,3 %, což značí velký optimismus na straně Rumunska.(15)

Dlouhodobým trendem rumunské obchodní bilance byl až do roku 2008 výrazný deficit zahraničního obchodu, který patřil k hlavním příčinám negativní platební bilance běžného účtu. V roce 2009 bylo možné zaznamenat zásadní snížení deficitu zahraničního obchodu. Meziročně poklesl export o 13,7 %, ale import o 32 %.

Míra inflace v roce 2009 byla 5,6 %. Rumunská národní banka v rámci svých snah o korekci inflace a zpomalení domácí poptávky zvýšila základní úrokovou sazbu v roce 2008 šestkrát až na 10,25 %, nicméně s klesající inflací ji od února 2009 postupně snižovala až na současných 6,5 %. V současnosti projevuje recese v Rumunsku také zvyšováním počtu nezaměstnaných. V průběhu roku 2009 nezaměstnanost konstantně rostla, v prosinci se zastavila na hodnotě 7,8 %. V prvních dvou měsících roku 2010 se dále zvýšila na 8,3 %.

Energetika

Klíčovým úkolem Rumunské vlády je zvýšení konkurenceschopnosti energetiky, která musí být zajištěna pokračující (úplnou) liberalizací energetického trhu spojenou s absolutní transparentností a nediskriminační povahou celého systému a v neposlední řadě též se zvýšením efektivity celého systému.(15)

V dalších letech bude následovat pokračování procesu modernizace a retechnologizace rozvodné a distribuční sítě, zvýšení stupně propojení se zeměmi EU a Černého moře (využít strategické polohy Rumunska v zóně z hlediska distribuce). Pokračování v podpoře alternativních paliv tak, aby v roce 2010 by 33% produkce elektrické energie z alternativních zdrojů, v roce 2015 35% a v roce 2020 38%. Počítá se rovněž s podporou využití biopaliv, bioplynu a geotermální energie.

Ukrajina

V průběhu roku 2009 na Ukrajině došlo v důsledku globální recese ke strmému pádu HDP, jež byl největší v Evropě a dosáhl 15 % oproti roku 2008. Pokud by se bralo v úvahu znehodnocení tuzemské měny představoval by pád HDP až 35 %. V přepočtu na obyvatele dosáhl HDP 1787 eur, což je o 956 eur méně než v roce 2008. Kurs domácí měny v roce 2009 oslabil asi o 17 %. V období od 2. čtvrtletí roku 2008 došlo

ke znehodnocení hřivny v dolarovém vyjádření až o 60%. Ukazatel HDP na obyvatele je vůbec jeden z nejnižších v Evropě.(17)

Symptomaticky nízká je i úroveň přímých zahraničních investic na obyvatele, což v souhrnu odráží rizikovost místního prostředí, když se cca polovina ekonomiky nacházela v šedé zóně. Boj s korupcí a šedou ekonomikou, který byl sice ukrajinskou vládou deklarativně ohlašován, se ve svém důsledku ukázal jako velmi nesnadný úkol, protože existují pevné řetězce fungujících korupčních svazků a neprůhledné vlastnické vztahy v kontextu různých obchodních skupin vedených finančními oligarchy.

Inflace v roce 2009 poklesla asi o deset procent, ale stále zůstává dvouciferná, 12,3 %. Míra nezaměstnanosti je udávána na úrovni 1,9 %, avšak tento údaj je ve statistikách poněkud zkreslen skutečností, že odráží pouze počet registrovaných nezaměstnaných a metodika výpočtu není kompatibilní s mezinárodními standardy.

Výhled

Ukrajina bude v budoucnu usilovat o vstup do Evropské unie, avšak před tím bude muset provést některé zásadní reformy hospodaření státu. Ve výhledu na rok 2010 ukrajinská vláda očekává zvýšení HDP o 3-4 %, růst inflace na úroveň 10 – 11,5 %, růst průmyslové produkce se očekává cca o 3 % a exportu o 9,5 %. Export by se podle některých odhadů měl stát základním faktorem hospodářského růstu, zejména pod vlivem očekávaného zvýšení poptávky po ukrajinské produkci hutnictví a chemického průmyslu a v následujících letech i strojírenství, stavebnictví a sféry služeb.(17)

Energetika

Energetika Ukrajiny podle ukazatele instalované kapacity (54 GW) zaujímá 12. místo na světě. Ukrajinské hospodářství patří k energeticky nejnáročnějším na světě, když pro výrobu jednotky HDP Ukrajina spotřebovává dvakrát až třikrát více energie než země EU a tím se Ukrajina řadí k největším spotřebitelům elektrické energie v Evropě.(17)

Ve spotřebě primárních energií hraje neobvykle dominantní roli zemní plyn (přes 40 % oproti cca polovině v zemích EU), jehož rozhodující část (80 %) země

dovází z Ruska, jež je jeho monopolním dodavatelem. Druhým největším zdrojem primární energie je uhlí, jehož má země šesté největší rezervy na světě (cca 25 % podíl v primární spotřebě energie). Podíl uranu – cca 18% a ropy cca 12%, voda a další obnovitelné zdroje se na spotřebě primární energie podílí cca z 5 %. Země je z 60 % závislá na dovozech těchto zdrojů energie.

Celý sektor energetiky je mimořádně neefektivní, podinvestovaný a netransparentní. Stát velice chabě prosazuje svoje zájmy a nadále dotuje ceny plynu pro obyvatelstvo i vybrané průmyslové podniky.

4.3 Odvětvová analýza

Energetické hospodářství je jedním z nosných systémů každé ekonomiky, ať už otevřené či uzavřené, a jeho bezproblémové a efektivní fungování, které se v 21. století považuje ve vyspělých zemích za samozřejmé, má podstatný dopad na všechny ostatní sektory ekonomiky. Jednoduše bez elektrické energie by mnoho institucí stěží fungovalo.(39)

Energetika České republiky prošla a prochází od roku 1990 zásadními kvantitativními, strukturálními a kvalitativními změnami. Z hlediska vývojových makroekonomických trendů se jedná zejména o snížení celkové spotřeby energetických zdrojů, prosazování větší zdrojové diverzifikace (ve prospěch zdrojů ekologičtějších, s vyšší energetickou účinností), snižování energetické náročnosti tvorby HDP, zlepšení ekologických parametrů nebo o změnu systému fungování energetického hospodářství směrem k postupnému vytváření trhů s energií (liberalizace systému, finanční restrukturalizace včetně snížení nároků na státní rozpočet, apod.). Z hlediska podnikové základny je patrné výrazné zastoupení soukromého kapitálu (sektor je již z velké části privatizován, čeká se pouze na odstátnění elektroenergetiky). V důsledku přítomnosti zahraničních investorů se zde stále silněji projevují integrační a globalizační procesy nadnárodního charakteru, do kterých jsou tuzemské energetické společnosti intenzivně vtahovány.

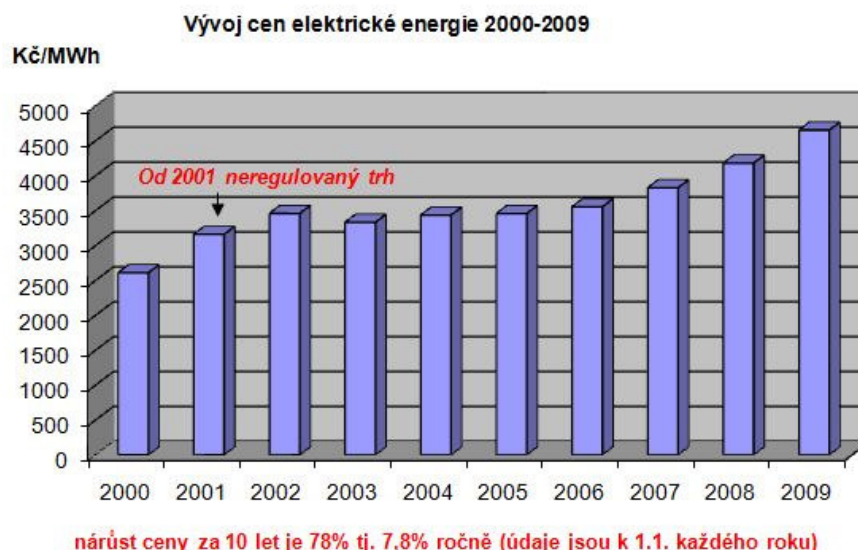
Energetické hospodářství můžeme rozdělit na tři sektory, a to na elektroenergetiku, plynárenství a teplárenství. Skupina ČEZ, jejíž akcie jsou předmětem fundamentální analýzy, podniká zejména v sektoru elektroenergetiky a v malé míře i v sektoru teplárenství a od konce minulého roku i v plynárenství, kdy na konci roku začala nabízet svým zákazníkům i plyn.

Mezi konkurenty Skupiny ČEZ, působící v sektoru elektroenergetiky na evropském trhu, patří německá společnost E.ON, která je současně v Česku jejím hlavním rivalem. Mezi další velké hráče na evropském trhu s energetikou je francouzský gigant EDF (Électricité de France), s působností nejen v Evropě, ale i ve světě. J&T a EnBW, International Power, Iberdrola, Endesa zaujímají další společnosti konkurující ČEZu, ať už přímo nebo nepřímo, na evropském trhu s energetikou.

Fungování energetického hospodářství v České republice je právně ošetřeno energetickým zákonem a je ovlivňováno Energetickým regulačním úřadem, zřízeným k 1. lednu 2001, který regulací zasahuje na energetickém trhu a podporuje hospodářskou soutěž a ochranu zájmů spotřebitelů v těch oblastech, kde není možná konkurence.

V roce 2002 pak započal proces postupné liberalizace energetického trhu a nyní se nacházíme v situaci, kdy si sami můžeme vybrat svého dodavatele energií. O dokonalou konkurenci se sice nejedná, ale liberalizace tohoto trhu znamená velký pokrok ve smyslu tržních principů, pro cenovou tvorbu je totiž velice důležité, že koncový zákazník si může vybrat svého dodavatele podle uvážení. Tyto změny však velkou fluktuaci zákazníků, zejména domácností, nevyvolaly, ale na průmyslovém trhu to však neplatí. Vlivem liberalizace energetického trhu ubylo Skupině ČEZ, dříve téměř monopolní firmě, zákazníků. V roce 2007 měla Skupina ČEZ podíl na českém elektroenergetickém trhu 47 %. Kdežto mezi firemními zákazníky klesl podíl na trhu až na 45 %, protože pro Skupinu ČEZ jsou firemní zákazníci méně lukrativní, z důvodu nízké marže, naopak je to u domácností. Trend snižování tržního podílu by měl v její neprospěch nadále pokračovat z důvodu liberalizace tohoto trhu a vstupu nových firem na tento trh. Klíčovou činností pro Skupinu ČEZ je však výroba elektřiny a měla by se také soustředit na své zahraniční projekty.(40)

Růst cen energií stále trvá závratným tempem cca 7,8 % ročně a od toho se odvíjí růstový potenciál trhu s energiemi, který sice je v současnosti negativně ovlivněn globální hospodářskou krizí, ale dlouhodobě se vyznačuje růstovým potenciálem. Hlavními faktory ovlivňující ceny elektřiny budou i nadále ceny ropy, plynu a uhlí a novým faktorem na trhu s energiemi je cena emisních povolenek CO₂, který má omezující, leč ekologicky příznivý charakter.(56)



Graf 7: Vývoj cen el. Energie v ČR v letech 2000 - 2009 Zdroj: (56)

Budoucí vývoj poptávky po energii bude zřejmě kontinuálně vzrůstat ve všech regionech světa. Podle odhadu Mezinárodní energetické agentury (IEA) z roku 2005 vzroste spotřeba energie ve světě do roku 2030 o 60 %. Největší podíl na růstu mají mít fosilní paliva, a to ve výši cca 85 %, z toho cca po jedné třetině ropa a zemní plyn. Očekává se že rozdíly ve spotřebě energie na obyvatele mezi jednotlivými regiony světa se příliš nezmění. Spotřeba energie v EU do roku 2030 má vzrůst o 15 %, přičemž její tempo růstu by se mělo postupně snižovat a od roku 2020 stabilizovat. Ropa by měla zůstat nejvýznamnějším druhem paliva. Podstatný růst spotřeby se očekává u zemního plynu a více než dvojnásobný příspěvek k celkové spotřebě energie ve srovnání s rokem 2005 se očekává od obnovitelných zdrojů. Základní scénář je sestaven na základě trendů a energetických politik členských zemí EU existujících v roce 2004. Tempo růstu snižování energetické náročnosti se odhaduje ve výši 1,5 % ročně. Dovozní závislosti EU by se měly nadále zvyšovat u ropy i plynu, a to na 94 %, resp. 84 %.(22)

5 Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

5.1 Analýza společnosti ČEZ, a.s.

5.1.1 Základní údaje

Název firmy:	ČEZ, a.s.
Sídlo:	Duhová 2/1444, Praha 4, 140 53
Odvětví:	Energetika, OKEČ 40.10
Předmět činnosti:	Výroba a rozvod elektřiny Výroba a rozvod tepla
Právní forma:	Akciová společnost
Základní kapitál:	53 798 975 900 Kč, je rozvržen na 537 989 759 ks akcií o jmenovité hodnotě 100 Kč.

Historie akciové společnosti ČEZ sahá do roku 1992, kdy byla tehdy založena Fondem národního majetku ČR. Hlavním akcionářem se stala Česká republika, pro kterou vykonává správu jejího akciového podílu Ministerstvo financí České republiky.

V roce 2003 vznikla fúzí ČEZ, a. s., s distribučními společnostmi (Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika) Skupina ČEZ, která se tak stala nejvýznamnějším energetickým uskupením regionu střední a východní Evropy. Skupina ČEZ patří mezi deset největších evropských energetických koncernů a je nejsilnějším subjektem na domácím trhu s elektřinou. V České republice je Skupina ČEZ největším výrobcem elektřiny a tepla, na většině území provozovatelem distribuční soustavy a nejsilnějším subjektem na velkoobchodním i maloobchodním trhu s elektřinou.(25)

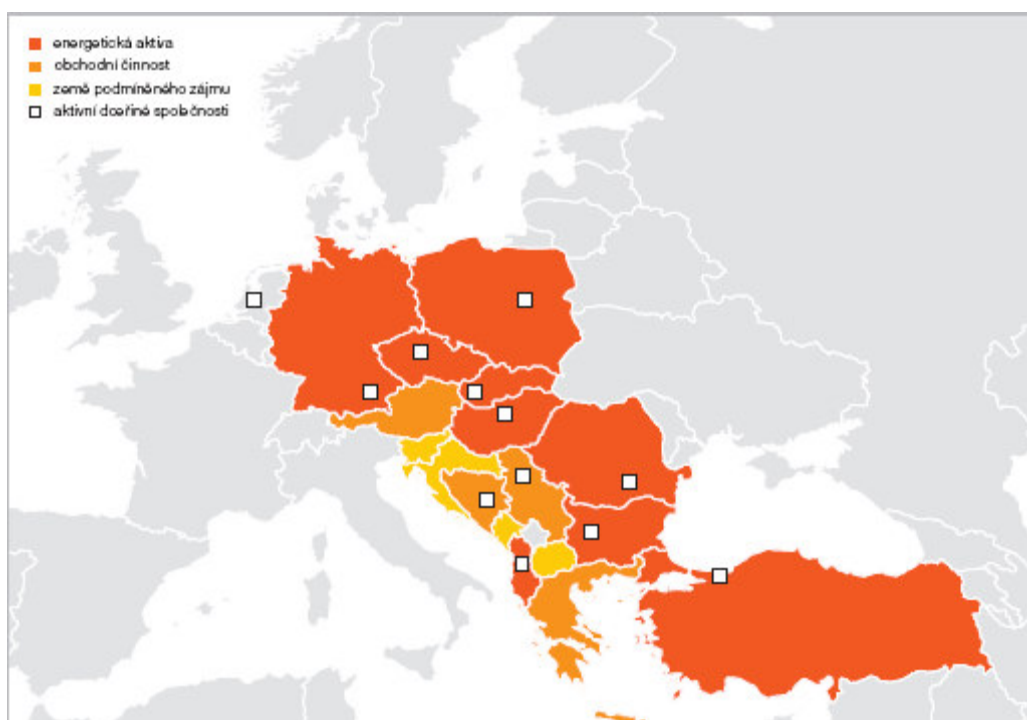
Úspěšné akvizice distribučních firem v Bulharsku a Rumunsku, jakož i elektrárny v Polsku a Bulharsku otevřely Skupině ČEZ cestu na nové trhy. V průběhu roku 2006 přibýly do Skupiny ČEZ nové dceřiné společnosti v Srbsku, Kosovu, Republice srbské v Bosně a Hercegovině a na Ukrajině.

Koncem roku 2007 pak Skupiny ČEZ a MOL vytvořily strategickou alianci zaměřenou na budování plynových elektráren v Maďarsku. Společný podnik ČEZ a MOL se sídlem v Holandsku byl založen v červenci 2008 pod názvem CM European Power International B.V.

V Turecku vznikla v listopadu 2008 nová společnost se sídlem v Istanbulu - AKCEZ ENERJI A.Ş. , ve které ČEZ, a. s., vlastní 50 % podíl.

V srpnu 2008 ČEZ, a. s., uskutečnil koupi projektu výstavby dvou větrných farem v Rumunsku - Fantanele a Cogeaalac - s celkovým instalovaným výkonem 600 MW, což je výstavba největší přímořské větrné farmy v Evropě.

A v říjnu 2008 byla společnost ČEZ vyhlášena vítězem tendru na majoritní 76% podíl v jediné albánské distribuční společnosti Operatori i Sistemit te Shperndarjes (OSSH sh.a.). Smlouva o prodeji byla podepsána v březnu 2009.



Obrázek 2: Působnost Skupiny ČEZ v Evropě Zdroj: ČEZ, a.s.

Současný rating společnosti

V roce 2009 zůstal rating společnosti ČEZ, a. s., nezměněn. Dne 24. 12. 2009 ratingová agentura Moody's potvrdila stupeň A2 se stabilním výhledem a dne 13. 1. 2010 ratingová agentura Standard & Poor's potvrdila stupeň A- se stabilním výhledem.

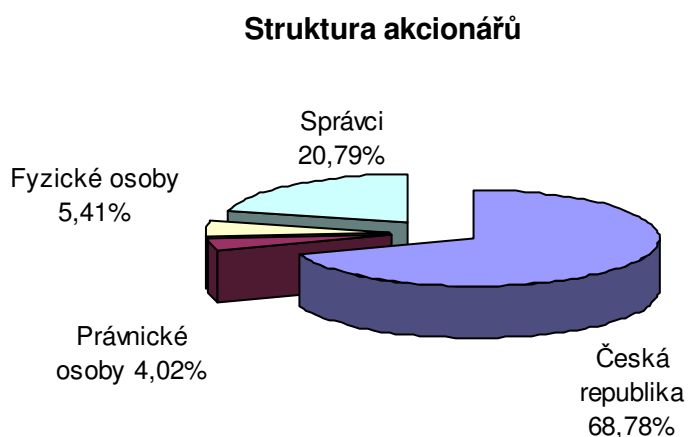
5.1.2 Struktura akcionářů ČEZ

Základní kapitál společnosti ČEZ, a.s. k 31.12.2009 činil 53 798 975 900 Kč, který je rozvržen na 537 989 759 ks akcií o jmenovité hodnotě 100 Kč. Struktura vlastníků je následující:

Tabulka 7: Struktura akcionářů Zdroj: www.cez.cz

Struktura akcionářů	Podíl (%)
Česká republika	68,78
Právnícké osoby	4,02
z toho: domácí	2,73
zahraniční	1,29
Fyzické osoby	5,41
z toho: domácí	5,26
zahraniční	0,15
Správci	20,79

Česká republika, jako největší akcionář, zastoupená Ministerstvem financí ČR, si nechává pro sebe většinový podíl, aby mohla do činnosti zasahovat svým rozhodováním. Druhý největší podíl mají Správci. Jedná se o skupinu právnických osob, které zajišťují na základě smlouvy o správě cenných papírů veškeré právní úkony, které jsou nutné k výkonu zachování práv spojených s určitým cenným papírem.(26)



Graf 8: Struktura akcionářů Zdroj: www.cez.cz

5.1.3 Dividendová politika

Výplata dividend akcionářům probíhá od roku 2001 pravidelně jedenkrát ročně, o výplatě dividendy rozhoduje vždy valná hromada. Řádná valná hromada společnosti, která se konala dne 13. 5. 2009, rozhodla vyplatit akcionářům společnosti dividendu za rok 2008 ve výši 50 Kč před zdaněním. Rozhodným dnem pro vznik práva na dividendu byl 13. 5. 2009. Splatnost dividend trvá od 3. 8. 2009 do 3. 8. 2013.(24)

Tabulka 8: Dividendy akcií ČEZ Zdroj: www.cez.cz

<i>Rok</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Dividenda na akcii (Kč)	2,5	4,5	8,0	9,0	15,0	20,0	40,0	50,0

Dividendová politika společnosti ČEZ spočívá ve výplatě 50 - 60 % z dosaženého konsolidovaného zisku. Konečnou výši dividendy určí jednání valné hromady.

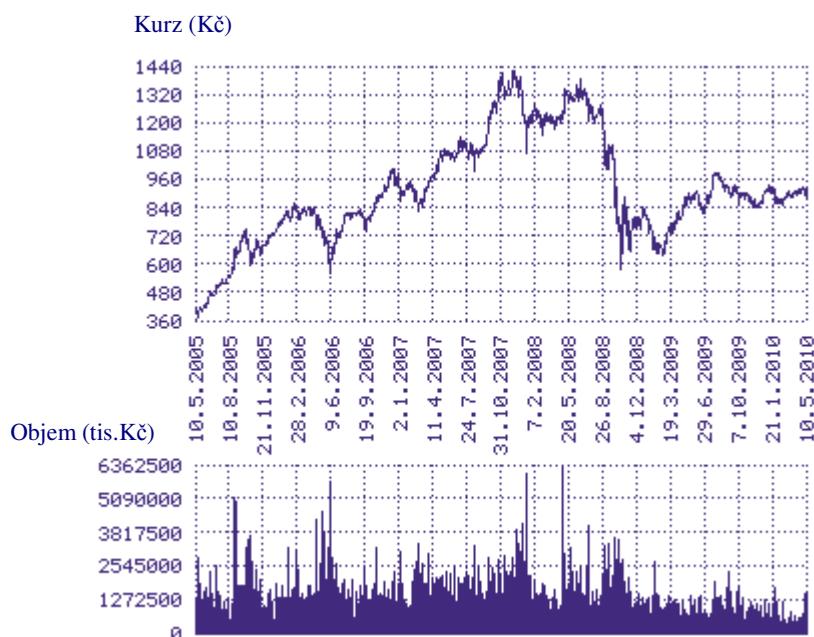
ČEZ navrhne řádnou dividendu za rok 2009 ve výši 53 Kč na akcii, dividendový výnos bude tedy činit asi 5,8 %.(37)

5.2 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

5.2.1 Vývoj tržní ceny akcií

Dne 11.5.2010 v 15:58 hodin byl aktuální kurz akcií ČEZ, a.s. 915,80 Kč za akcii. K tomuto okamžiku bylo zobchodováno 290 983 kusů cenných papírů za 266 504 000 Kč za den. Za celý rok 2009 se zobchodovalo celkem 235 003 770 akcií společnosti ČEZ v hodnotě 203 043,3 mil.Kč, což bylo na Pražské burze nejvíce ze všech cenných papírů, zde obchodovaných.(10)

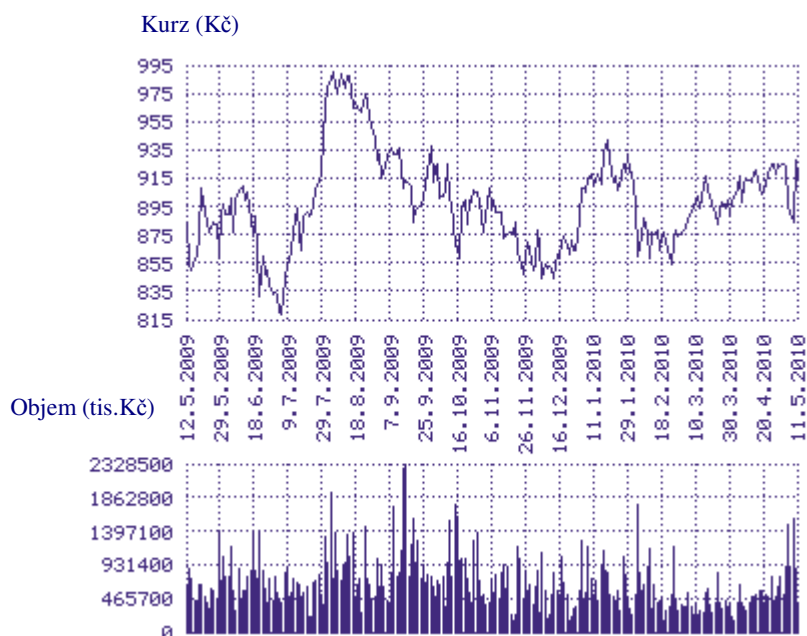
Na následujícím grafu je znázorněn vývoj kurzu akcií společnosti ČEZ, a.s. za posledních pět let.



Graf 9: Vývoj kurzu akcií ČEZ v pětiletém období Zdroj: (10)

Z grafu je zřejmý propad během druhé poloviny roku 2008, kdy se projevila globální hospodářská recese naplno. Nejen kurz akcií ČEZu, ale i jiné šly po celém světě rapidně dolů. Index PX (Burzy cenných papírů Praha) v roce 2008 poklesl o 52,7 procenta. Index PX je závislý na tržním kurzu akcií ČEZ, a to tak, že akcie ČEZu mají váhu 24,78 %.

Na následujícím grafu je zobrazen vývoj kurzu akcií ČEZu za poslední rok. Je zřejmé, že se kurz již dlouhou dobu celkem stabilně pohybuje mezi hodnotami 850 Kč a 950 Kč za akcii. Z tohoto vývoje se nemůže vymanit. Změny nastanou až s oživením světové ekonomiky. Klesající cena elektřiny zabraňuje dalšímu růstu kurzu.



Graf 10: Vývoj kurzu akcií ČEZ za poslední rok Zdroj: (10)

5.2.2 Dividendový diskontní model

Pro potřeby výpočtu dividendového diskontního modelu využijeme vzorec zmíněný již v teoretické části práce. Vzorec pro vnitřní hodnotu se uvádí ke konkrétnímu datu a počítá s veličinami, které nejsou přímo exaktně určeny ani nikde nejsou stanoveny. Protože se jedná o autorův odhad vnitřní hodnoty akcie společnosti ČEZ, nelze tedy přímo tvrdit, že jde o odhad přesný nebo správný. Je to jakýsi autorův názor o vnitřní hodnotě akcie na základě provedené fundamentální analýzy.

Jak je výše uvedeno, odhadnutá vnitřní hodnota akcie se u různých analytiků liší, prakticky nelze se dobrat stejného výsledku u dvou různých analytiků. Je to sice teoreticky možné, ale téměř zcela nepravděpodobné.

Vnitřní hodnotu jsme si výše definovali následovně:

$$VH = \frac{d_1 + C_1}{1 + r}$$

kde VH je vnitřní hodnota, d_1 očekávaná dividenda na konci prvního roku, C_1 očekávaná prodejní cena na konci prvního roku, r tržní úroková míra.

Vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty akcie vypadá zdánlivě jednoduše, nijak složitě a on ve své podstatě jednoduchý je. Avšak narážíme zde na problém každého analytika, jaké hodnoty do něj dosadit. Tento problém je velice důležité řešit s obezřetností a uvědomělostí o všech relevantních vstupních informacích.

Jednotlivé vstupy vzorce se pokusím v následujícím textu odhadnout a objasnit příčiny, proč se domnívám, že ta mnou dosazená hodnota je zrovna ta správná.

Vnitřní hodnota podle použitého vzorce se počítá k datu, kdy bychom již akcii nějaký čas drželi a tedy srovnávali, zda se nám koupě akcie vyplatila, jestli se hodnota našeho bohatství zvětšila nebo zmenšila. Vzorec je konstruován k výpočtu vnitřní hodnoty ke konci období, v našem případě kalendářního roku.

První veličinou, která vstupuje do výpočtu vnitřní hodnoty je **cena akcie** na konci roku. Vzhledem k makroekonomickému vývoji země a příznakům oživení

ekonomiky lze očekávat růst kurzů akcií. Vývoj na akciovém trhu předznamenává vývoj ekonomiky s mírným předstihem, je tedy nutno doufat ve skutečnost, že se již ekonomika odrazila ode dna a dojde k nastartování hospodářského růstu.

Dalším pozitivním kurzotvorným faktorem je výše dividendy, kdy investor mimo profitu z kurzových rozdílů získá i roční dividendu, která je v poměru s cenou akcie v zajímavé výši a je možné očekávat, že tento trend je udržitelný.

Co se týče negativního vlivu poklesu odhadovaných tržních cen elektřiny, tak ten naopak atraktivitu akcií snižuje a má negativní kurzotvornou roli. Společně s vyšší rizikovou premií, kterou požadují investoři za investování v dobách prudkých výkyvů na burzách, pokles cen energií způsobilo, že některé odhady hodnoty akcie ČEZu poklesly řádově z 1500 Kč až na 1000 Kč za akcii. Je tedy k odhadování cílových cen přistupovat obezřetně.(51)

Na konci května roku 2010 budou v České republice volby do Poslanecké sněmovny, na jejichž výsledek netrpělivě čeká řada analytiků a investorů. Protože není jisté, jak se nová vláda vzešlá z nastávajících voleb zachová ke společnosti ČEZ, kde má Česká republika většinový podíl. V případě volebního úspěchu pravého spektra lze očekávat neměnný stav a zodpovědné kroky ve vztahu k ČEZu, kdežto výhra levého politického spektra, které již před volbami předslalo, že hodlá využít společnost ČEZ k financování, může zahýbat s důvěrou investorů a ovlivnit tak kurz akcií ČEZu. Nyní to podle průzkumů vypadá spíše na druhou možnost, pak je tedy velice obtížné cenu akcie přesněji predikovat. Výsledek parlamentních voleb se netýká jen nakládání s dividendami ČEZu, které případnou státu, ale i ekonomických kroků nové vlády, kdy a zda budou provedeny reformy a zastaveno zadlužování státu, což má vliv na rating České republiky a tím i na akciové tituly obchodované na českém kapitálovém trhu.

Vzhledem k široké působnosti Skupiny ČEZ ve střední a východní Evropě a expanzivnímu chování má Skupina ČEZ velký růstový potenciál, což také přispívá k dobrému jménu a přeneseně i k růstu kurzu akcií.

Cenu akcie na konci roku s ohledem na provedené analýzy tedy odhaduji na **1012 Kč na akcii**. Jedná se o opatrný závěr s ohledem na mnoho rizik, plynoucích z nynější situace.

Další veličinou vstupující do výpočtu je **výše dividendy** akcie ČEZu. Vzhledem k vývoji dividend Skupiny ČEZ v minulých letech je možné soudit, že rostoucí trend růstu výše dividend bude i nadále pokračovat, avšak v době hospodářského útlumu nižším tempem. V roce 2007 činila dividenda akcií Skupiny ČEZ 40 Kč na akcii, o rok později to bylo 50 Kč, dividenda za rok 2009 to bude pravděpodobně 53 Kč za akcii.(43)

Naším úkolem je ale odhadnout výši dividendy na akcii za rok 2010, což jde poněkud složitě vzhledem ke skutečnosti, že není znám zisk společnosti za rok 2010, takže odhadovat výši dividendy v první polovině roku 2010 může být nepřesné. I s tímto vědomím je ve světě zcela běžné dělat odhady a na základě nich činit investiční rozhodnutí, mnohdy za velké peníze.

Správnost odhadu dividendy za rok 2010 si ověříme nejdříve v květnu 2011, kdy se bude konat valná hromada, kde bude dividenda za rok 2011 navrhována a schválena, pak je možné zkonfrontovat odhad se skutečností jen ze zajímavosti.

Na základě zhodnocení indikátorů makroekonomických, odvětvových i vnitropodnikových odhaduji výši dividendy akcií Skupiny ČEZ na stejnou hodnotu, jako bude pravděpodobně dividenda za rok 2009, a to tedy **53 Kč na akcii** za rok 2010.

Poslední veličinou hrající nemalou roli v použitém vzorci je **tržní úroková míra**, pomocí které budeme vnitřní hodnotu diskontovat, aby odpovídala reálné hodnotě k rozhodnému okamžiku. Je velice obtížné tuto hodnotu objektivně určit. K určení lze využít modely, průměry, vážené průměry apod. Ve výpočtu vnitřní hodnoty akcie jsem se ale rozhodl využít požadovanou výnosovou (úrokovou) míru. Přestože lze dosáhnout požadované výnosové míry různými složitými výpočty, ať už je to výpočet odvíjející se od bezrizikové úrokové míry (zpravidla odvozené od státních dluhopisů) s rizikovou přírůžkou či podobných faktorů, budu počítat s požadovanou výnosovou mírou, kterou si stanovím sám za sebe. Moje požadovaná výnosová míra je odvozena ze všeobecného povědomí o českém kapitálovém trhu s ohledem na rizika držby a investování do akcií. Stanovuji tedy tržní úrokovou míru na **11 % p.a.** (0,11).

Nyní je již výpočet vnitřní hodnoty akcií ČEZu podle námi použitého vzorce jednoduchý.

d... dividenda = 53 Kč

C... cena akcie na konci roku = 1012 Kč

r... tržní úroková míra = 0,11

$$VH = \frac{53 + 1012}{1 + 0,11} = \underline{\underline{959,46 \text{ Kč}}}$$

Vnitřní hodnota akcie Skupiny ČEZ je tedy rovna hodnotě přibližně **959,46 Kč**. Výpočet vnitřní hodnoty akcie je velice citlivý na zadané hodnoty. Ty byly v našem případě odhadnuty na základě veřejně dostupných informací. Velkou roli zde hraje vysoká dividenda, které dělá z akcie zajímavou investici. Dividendový výnos by v našem odhadovaném případě činil 5,2 % z tržní ceny akcie.

Aktuální kurz činil dne 21. 5. 2010 v 16:00 hodin **878,1 Kč** na akcii Skupiny ČEZ. V porovnání s vypočítanou vnitřní hodnotou, která činí 959,46 Kč na akcii, je tedy zřejmé, že vnitřní hodnota je vyšší než aktuální tržní cena, je tedy **podhodnocena**. Můžeme očekávat, že se v následujícím období tržní cena akcie zvýší.(11)

Na základě dostupných informací a porovnání vypočtené vnitřní hodnoty akcie s aktuálním kurzem akcie je tedy možné vyřknout investiční doporučení, které zní jednoznačně: **koupit**.

5.2.3 Finanční analýza

Finanční analýza nebude provedena, protože se domnívám, že na výpočet vnitřní hodnoty akcie mají její data minimální vliv z toho důvodu, že čerpá data z minulosti, pak tedy jsou v prognóze budoucnosti akcií ČEZu zbytná.

Finanční analýza hodnotí minulost, účetní minulost podniku, má tedy nízkou vypovídací schopnost o budoucích výsledcích a tudíž omezenou vypovídací schopnost pro vnitřní hodnotu akcie, kterou se snažíme při fundamentální analýze akcií stanovit. Význam finanční analýzy je tedy pro vnitřní hodnotu akcie značně omezený.

V případě příznivých výsledků finanční analýzy akciové společnosti ještě není zaručeno budoucí přetrvání příznivých výsledků a rostoucí trend firmy.

Přestože je finanční analýza označována za jednu z nejdůležitějších součástí fundamentální analýzy, její význam spatřuji spíše v analyzování (minulé) finanční situace firmy a analýze trendů než pro potřeby fundamentální analýzy a tím na výpočet vnitřní hodnoty akcie.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo provedení fundamentální analýzy akcí české energetické společnosti ČEZ. Analýza byla zahájena zkoumáním makroekonomických faktorů a jejich vyhodnocováním, posléze navázal rozbor energetického odvětví a v poslední části byla podrobena analýze samotná firma.

V teoretické části je rozebrána analýza akcí, jsou zde představeny tři možné přístupy k analýze akcí, a to fundamentální, technická a psychologická analýza. Větší pozornosti byla podrobena fundamentální analýza, která je popsána více podrobně.

Fundamentální analýza obsahuje makroekonomickou analýzu, pomocí které je nabídnut obrázek o ekonomice jako celku a jejím vývoji, odvětvovou analýzu, jež nám umožní nahlédnout do ekonomických aspektů podnikání v oboru energetiky, a analýzu podniku samotného.

Praktická část diplomové práce se již zabývá konkrétními čísly. V makroekonomické analýze je zjištěn stav naší ekonomiky, kdy vývoj HDP naznačuje, že ekonomika se pomalu probouzí z hospodářské recese, o čemž svědčí i rostoucí důvěra v domácí ekonomiku. Avšak další ukazatele poukazují na neuspokojivý stav veřejných financí, který bude nutno v budoucnu neodkladně řešit, jinak by mohlo dojít k nepříznivým skutečnostem, jako například vysoké splátky dluhů, snížení ratingu ČR apod. Úrokové sazby centrální banky na historickém minimu, inflace kolem jednoho procentního bodu a vysoká míra nezaměstnanosti také poukazují na právě prodělaný hospodářský pokles. Na bilanci mezinárodního obchodu je vidět, že hospodářská recese není jen místního charakteru, nýbrž celosvětového.

V další části je provedena makroekonomická analýza vybraných států střední a východní Evropy, kde Skupina ČEZ také působí. Každý stát je hodnocen z makroekonomického hlediska a také naznačen jeho výhled. Posléze je popsán vývoj a příležitosti v energetickém odvětví.

Odvětvová analýza zahrnuje rozbor a vývoj energetického oboru. Popsány jsou vývojové trendy této oblasti, konkurence Skupiny ČEZ na trhu českém i evropském a jejich specifika. Energetický trh se vyznačuje značným růstovým potenciálem.

V analýze společnosti ČEZ hraje největší roli, jakož i v celé diplomové práci stanovení vnitřní hodnoty akcie Skupiny ČEZ, kterou jsem stanovil při použití dividendového diskontního modelu přibližně na 959,46 Kč. K výpočtu jsem použil mého odhadu tržní úrokové míry, tržní ceny na konci roku a odhadované dividendy za rok 2010 na základě zjištěných informací fundamentální analýzy. Při konfrontaci s aktuálním kurzem k datu 21. 5. 2010 v 16:00 hodin, který činil 878,1 Kč, je možné konstatovat, že akcie Skupiny ČEZ je k tomuto okamžiku **podhodnocena**.

Nakonec je vyřčeno investiční doporučení k akciím ČEZ. Jestliže vnitřní hodnota je vyšší než aktuální kurz akcie, pak je tedy možné dát investiční doporučení jednoznačně: **koupit**. Nový majitel akcií ČEZ nejenže vydělá na kurzovém rozdílu, ale také i na vyplácených dividendách, které jsou u ČEZu nezanedbatelné.

Seznam použité literatury

- 1) BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. 4. vydání Praha: EAST Publishing, s.r.o. 1999. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- 2) GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 1. vydání Praha: Grada Publishing a.s. 2004. 155 s. ISBN 80-247-0709-8.
- 3) JÍLEK, J. *Finanční trhy*. 1. vydání Praha: Grada Publishing, spol. s r. o. 1997. 527 s. ISBN 80-7169-453-3.
- 4) MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. 1. vydání Praha: ETC Publishing 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6.
- 5) REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, 1. vydání, Key publishing Ostrava, 2008, 559 s, ISBN 978-80-87071-87-8.
- 6) REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 1. vydání Praha: Computer Press 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- 7) SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
- 8) SŮVOVÁ, H. a kol. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1999. 622 s. ISBN 80-7265-027-0.
- 9) VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 246 s. ISBN 80-901991-6.

Elektronické zdroje

- 10) BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. [online]. 2010 [cit.11.5.2010].
Dostupné z:
<<http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0005112300#OL>>.
- 11) BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. [online]. 2010 [cit.21.5.2010].
Dostupné z:
<<http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0005112300#OL>>.
- 12) BUSINESSINFO.CZ. *Bulharsko: Ekonomická charakteristika země* [online].
2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/bulharsko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000688/#sec7>>.
- 13) BUSINESSINFO.CZ. *Maďarsko: Ekonomická charakteristika země* [online].
2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/madarsko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000690/#sec7>>.
- 14) BUSINESSINFO.CZ. *Německo: Ekonomická charakteristika země* [online].
2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/nemecko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000636/#sec7>>.
- 15) BUSINESSINFO.CZ. *Rumunsko: Ekonomická charakteristika země* [online].
2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/rumunsko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000686/>>.
- 16) BUSINESSINFO.CZ. *Slovensko: Ekonomická charakteristika země* [online].
2010 [cit.10.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/slovensko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000797/#sec7>>.

- 17) BUSINESSINFO.CZ. *Ukrajina: Ekonomická charakteristika země* [online]. 2010 [cit.10.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/ukrajina-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000905/>>.
- 18) CT24.CZ. *Česko čeká supervolební rok 2010* [online]. 2010 [cit.9.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.ct24.cz/domaci/76819-cesko-ceka-supervolebni-rok-2010/>>.
- 19) CT24.CZ. *Maďarsko nemá o pomoc nouzi, MMF ho zajistil 16 miliardami* [online]. 2010 [cit.10.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.ct24.cz/ekonomika/84946-madarsko-nema-o-pomoc-nouzi-mmf-ho-zajistil-16-miliardami/>>.
- 20) CZECHINVEST.ORG. *ČR mezi absolutními lídry střední a východní Evropy v přílivu investic do služeb* [online]. 2010 [cit.10.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.czechinvest.org/cr-mezi-absolutnimi-lidry-stredni-a-vychodni-evropy-v-prilivu-investic-do-sluzeb>>.
- 21) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. [online]. 2010 [cit.9.5.2010].
Dostupné z:
<<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cvzo050710analyza10.doc>>.
- 22) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. [online]. 2010 [cit.10.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cka070809.doc>>.
- 23) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. [online]. 2010 [cit.6.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/ckpr042610.doc>>.
- 24) ČEZ. *Dividendy* [online]. 2010 [cit.11.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/dividendy.html>>.

- 25) ČEZ. *Profil společnosti* [online]. 2010 [cit.11.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/profil-spolecnosti.html>>.
- 26) ČEZ. *Struktura akcionářů* [online]. 2010 [cit.11.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.cez.cz/cs/o-spolecnosti/cez/struktura-akcionaru.html>>.
- 27) ČNB. [online]. 2010 [cit.7.5.2010].
Dostupné z:
<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/INDIKATORY_CS.PDF>.
- 28) ČNB. [online]. 2010 [cit.8.5.2010].
Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html>.
- 29) ČNB. [online]. 2010 [cit.8.5.2010].
Dostupné z:
<http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/pzi/pzi_2009_toky/pzi_2009_zeme_czk.html>.
- 30) E15.CZ. *Roman se dostal do vedení maďarského gigantu MOL* [online]. 2010 [cit.10.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.e15.cz/byznys/prumysl-a-energetika/roman-se-dostal-do-vedeni-madarskeho-energetickeho-gigantu-mol>>.
- 31) E15.CZ. *Slovensko: Těžká koule dluhu veřejných financí* [online]. 2010 [cit.9.5.2010].
Dostupné z: <<http://www.e15.cz/zahranicni/ekonomika/slovensko-tezka-koule-dluhu-verejnych-financi>>.
- 32) FINANCE.CZ. *Míra nezaměstnanosti v Německu v březnu klesla na 8,5 procenta* [online]. 2010 [cit.9.5.2010].

Dostupné z: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/258040-mira-nezamestnanosti-v-nemecku-v-breznu-klesla-na-8-5-procenta/>>.

- 33) FINANCE.CZ. *VERZE 2-Německá ekonomika se v Q4 zadrhla, výhled nejistý* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/253715-verze-2-nemecka-ekonomika-se-v-q4-zadrhla-vyhled-nejisty/?id_tovar_2841=4984&t=1272298810>.
- 34) FINANCE.CZ. *Zahraniční obchod v roce 2010* [online]. 2010 [cit.6.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.finance.cz/ekonomika/zahranicni-obchod/>>.
- 35) FINANCNINOVINY.CZ. *Polská ekonomika loni vzrostla o 1,7 procenta* [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.financninoviny.cz/zpravodajstvi/zpravy/polska-ekonomika-loni-vzrostla-o-1-7-procenta/427062>>.
- 36) HOSPODÁŘSKÁ KOMORA ČR. *Slovenská obchodní bilance v lednu po třech letech ve schodku* [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.komora.cz/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/slovenska-obchodni-bilance-v-lednu-po-trech-letech-ve-schodku-.aspx>>.
- 37) INVESTICNIWEB.CZ. *Ranní přehled: 12/05/10; ČEZ, TEF O2, Unipetrol, Orco, ECM, AAA Auto, makro* [online]. 2010 [cit.12.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.investicniweb.cz/online-zpravy/2010/5/12/clanky/ranni-prehled-120510-cez-tef-o2-unipetrol-orco-ecm-aaa-auto-makro/>>.
- 38) INVESTUJEME.CZ. *Makro: Ekonomický sentiment Německa se v dubnu značně zlepšil* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://investujeme.cz/investicni-zpravy/makro-ekonomicky-sentiment-nemecka-se-v-dubnu-znacne-zlepsil/>>.

- 39) IPOINT.CZ. [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <ipoint.fn.cz/data/clanky_soubory57.doc>.
- 40) KURZY.CZ. *Alternativní dodavatelé elektřiny zvyšují svůj podíl na trhu* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://zpravy.kurzy.cz/142643-alternativni-dodavatele-elektriny-zvysuji-svuj-podil-na-trhu/>>.
- 41) KURZY.CZ. *Inflace - 2010, míra inflace a její vývoj v ČR* [online]. 2010 [cit.8.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/>>.
- 42) LIDOVKY.CZ. *78 miliard. Státní dluh roste* [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <http://www.lidovky.cz/78-miliard-statni-dluh-roste-dfq-/ln_noviny.asp?c=A100504_000002_ln_noviny_sko&klic=236763&mes=100504_0>.
- 43) LIDOVKY.CZ. *Krize obrala ČEZ o desetinu zisku* [online]. 2010 [cit.17.5.2010]. Dostupné z: <http://www.lidovky.cz/krize-obrala-cez-o-desetinu-zisku-dqx-/ln_noviny.asp?c=A100512_000055_ln_noviny_sko&klic=236902&mes=100512_0>.
- 44) LIDOVKY.CZ. *Zlověstné číslo je oficiální. Státní dluh loni vystoupal na 1,178 bilionu* [online]. 2010 [cit.7.5.2010]. Dostupné z: <http://byznys.lidovky.cz/zlovestne-cislo-je-oficialni-statni-dluh-loni-vystoupal-na-1-178-bilionu-1zu-/statni-pokladna.asp?c=A100108_142443_statni-pokladna_mpr>.
- 45) MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/cenova_regulace_cr_53558.html>.
- 46) MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/str_vyvoj_sd.html>.

- 47) MINISTERSTVO VNITRA ČR. *OECD příznivě hodnotí ekonomický vývoj České republiky* [online]. 2010 [cit.6.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.mvcr.cz/clanek/oecd-priznive-hodnoti-ekonomicky-vyvoj-ceske-republiky.aspx>>.
- 48) PATRIA ONLINE. *EK zdvojnásobila odhad letošního růstu tuzemské ekonomiky, v eurozóně čeká 0,9 %* [online]. 2010 [cit.6.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1614775/ek-zdvojnásobila-odhad-letosniho-rustu-tuzemske-ekonomiky-v-eurozone-ceka-09-.html>>.
- 49) PATRIA ONLINE. *Expanze polské energetiky: PGE „pět let za ČEZem“ umístí letos největší evropské IPO, Tauron vstupuje na český trh a bude na prodej* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1501737/expanze-polske-energetiky-pge-pet-let-za-cez-em-umisti-letos-nejvetsi-evropske-ipo-tauron-vstupuje-na-cesky-trh-a-bude-na-prodej.html>>.
- 50) PENIZE.CZ. *Investiční atraktivita ČR: lepší image než výsledky* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.penize.cz/18386-investicni-atraktivita-cr-lepsi-image-nez-vysledky>>.
- 51) PENIZE.CZ. *Odhady cen akcií je dnes třeba brát s rezervou* [online]. 2010 [cit.21.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.penize.cz/akcie/50485-odhady-cen-akcii-je-dnes-treba-brat-s-rezervou>>.
- 52) PODNIKATEL.CZ. *Hospodářská kriminalita je firemní realitou. Přesto se podnikatelé nebojí* [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.podnikatel.cz/clanky/ctvrtina-firem-se-loni-setkala-s-kriminalitou/>>.

- 53) PROFIT.CZ. *Ekonomika Německa se propadla více, než se čekalo* [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.profit.cz/clanek/ekonomika-nemecka-se-propadla-vice-nez-se-cekalo.aspx>>.
- 54) SAXOBANK PRAGUE. *Polsko: výhled pro rok 2010* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://cz.saxobank.com/CS/market-news-and-analysis/Documents/Polská%20ekonomika%20-%20výhled%20pro%20rok%202010.pdf>>.
- 55) SOCIOWEB.CZ. *Subjektivní hodnocení ekonomické situace v středoevropském srovnání* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.socioweb.cz/index.php?disp=teorie&shw=430&lst=103>>.
- 56) STO.CZ. *Zateplit se opravdu vyplatí* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <http://www.sto.cz/evo/web/sto/57798_CZ-Investo%23x159_i-Vývoj_cen_energií.htm>.
- 57) TOPREGION.CZ. *CzechInvest: Hodnota investic do ČR i jejich počet loni klesl* [online]. 2010 [cit.10.5.2010]. Dostupné z: <<http://topregion.cz/index.jsp;jsessionid=6EF437BCE6C653FE544F2522CB9B2C48?articleId=53897>>.
- 58) TRANSPARENCY INTERNATIONAL CZ. [online]. 2010 [cit.9.5.2010]. Dostupné z: <<http://www.transparency.cz/index.php?lan=cz&id=2>>.

Seznam obrázků, grafů a tabulek

Obrázek 1: Vztah vnitřní hodnoty a kurzu akcie	23
Obrázek 2: Působnost Skupiny ČEZ v Evropě.	69
Graf 1: Vývoj růstu HDP v ČR	44
Graf 2: Budoucí vývoj HDP v ČR dle ČNB	46
Graf 3: Přírůstky peněžního agregátu M2.....	48
Graf 4: Přírůstky oběživa	48
Graf 5: Budoucí vývoj inflace	50
Graf 6: Balance zahraničního obchodu	52
Graf 7: Vývoj cen el. Energie v ČR v letech 2000 - 2009	67
Graf 8: Struktura akcionářů.....	70
Graf 9: Vývoj kurzu akcií ČEZ v pětiletém období	72
Graf 10: Vývoj kurzu akcií ČEZ za poslední rok.....	73
Tabulka 1: Vliv makroekonomických, odvětvových a podnikových faktorů na pohyb akciových kurzů.....	13
Tabulka 2: Vývoj HDP v ČR	45
Tabulka 3: Vývoj HDP na obyvatele v ČR.....	45
Tabulka 4: Obchodní bilance ČR	45
Tabulka 5: úrokové sazby ČNB	49
Tabulka 6: Inflace	50
Tabulka 7: Struktura akcionářů	70
Tabulka 8: Dividendy akcií ČEZ.....	71