

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Studijní program: 6208 – Ekonomika a management

Studijní obor: 6208 – Podniková ekonomika

ČEZ z pohledu burzovního analytika

ČEZ from the view of bourse analyst

DP – PE – KFÚ – 2007 27

Miloš Pluhař

Vedoucí práce: Ing. Markéta Dubová, Ph.D. (Katedra financí a účetnictví)

Konzultant: Ing. Jiří Pecháček (Czechwealth, s.r.o.)

Počet stran: 102

Počet příloh: 7

Datum odevzdání: 11.05.2007

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 - školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

.....

Miloš Pluhař

V Liberci 24.04. 2007

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval paní Ing. Markétě Dubové, Ph.D. a Ing. Jiřímu Pecháčkovi, kteří přispěli svými cennými radami a připomínkami ke konečné podobě této diplomové práce.

Resumé

Diplomová práce chce ukázat přístup finančních analytiků k ohodnocování cenných papírů. Tato práce si neklade za cíl přesné vymezení určitých matematicko-statistických postupů, nýbrž seznámit se se základními principy moderních metod používaných pro co nejpřesnější stanovení vnitřních hodnot cenných papírů nejen v burzovním světě. V první části se seznámíme se společností ČEZ, a.s., s její hlavní činností podnikání a působností na trzích střední a jihovýchodní Evropy. V následující části představím hlavní modely sloužící k analýze akcií neboť bez teoretických základů bychom nebyli schopni pochopit problematiku této látky. Představíme si hlavní rysy třech analýz, které se vzájemně doplňují. Detailněji si ukážeme nejvíce používané modely k vyhodnocení tržní ceny akcie, které slouží k investičnímu doporučení pro potenciální nebo stávající investory. Dále se budeme zabývat základními principy technické analýzy jako nejstaršího analytického nástroje. Ve čtvrté praktické části se autor pokusí vyhodnotit současný vývoj tržní ceny akcie ČEZu pomocí fundamentální analýzy a popíše postup při kvantifikaci cílové ceny akcie. Pátá část nám více přiblíží práci technického analytika a mojí vlastní zkušenost s tímto analytickým nástrojem. V závěrečné části práce, je popsáno zhodnocení předešlých postupů a stanovení investičního doporučení. V samotném závěru je zhodnocení celkového přínosu této práce.

Klíčová slova

Akcie, cenný papír, finanční analytik, fundamentální analýza, investor, vnitřní hodnota, volný tok hotovosti, technická analýza.

Resume

The diploma thesis wants to show an approach of financial analysts to the evaluation of the securities. This thesis does not want to put emphasis on the precise definition of specific mathematic-statistics methods but inform basic principles of modern techniques for the most precise evaluation of fair values of the securities not only in the stock exchange world. In first part we come to know with company ČEZ, a.s. with her main enterprise activities and operations on the Middle and South-east Europe markets. In the following part there will be introduced the main models serving for analysis of the stocks because without any academic basics we would not be able to understand problems of the theme. There will be introduced the main attributes of the three analysis which reciprocally follow up. With more details will be shown the most used models to the evaluation of market price of the stock which serves for the investment recommendation to potential or existing investors. Furthermore we will deal with the basic principles of technical analysis as the oldest analytic instrument. In the fourth practical part the author will try to evaluate the present trend in the market price of the ČEZ stock by means of fundamental analysis and will describe the procedure in the quantification of stock target value. The fifth part will more explain a work of technical analyst and my personal experience with that analytic instrument. In the concluding part of the thesis is described the evaluation of the previous procedures and quantification of the investment recommendation. In conclusion there is an evaluation of the total asset of that thesis.

Key words

Stock, stock exchange, security, financial analyst, fundamental analysis, investor, fair value, cash flow, technical analysis.

Obsah

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ	9
1. ÚVOD	11
2. PROFIL SPOLEČNOSTI ČEZ, A. S.	13
2.1 HISTORIE	13
2.2 STRUKTURA AKCIONÁŘŮ	16
2.3 OBLAST PŮSOBENÍ SKUPINY ČEZ	19
2.3.1 OBOROVÉ SEGMENTY	20
2.3.2 ÚZEMNÍ SEGMENTY	22
2.3.2.1 SEGMENT STŘEDNÍ EVROPA	24
2.3.2.2 SEGMENT JIHOVÝCHODNÍ EVROPA	26
2.4 ORGÁNY SPOLEČNOSTI ČEZ, a.s. A JEJÍ MANAGEMENT	30
3. MODELY ANALYZOVÁNÍ AKCIÍ	31
3.1 CHARAKTERISTIKA FUNDAMENTÁLNÍ AKCIOVÉ ANALÝZY	32
3.1.1 MAKROEKONOMICKÉ VELIČINY A AKCIOVÉ KURSY	33
3.1.1 ODVĚTVOVÉ FAKTORY A AKCIOVÉ KURSY	38
3.1.3 PODNIKOVÉ FAKTORY A AKCIOVÉ KURSY	40
3.1.4 VNITŘNÍ HODNOTA AKCIE A JEJÍ KVANTIFIKACE	42
3.1.4.1 FINANČNÍ VÝKAZY	42
3.1.4.1.1 ROZVAHA	42
3.1.4.1.2 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	43
3.1.4.1.3 VÝKAZ TOKŮ HOTOVOSTI (CASH FLOW)	43
3.1.4.1.4 TRENDY VE FINANČNÍCH VÝKAZECH	43
3.1.4.1.5 ZÁKLADNÍ POMĚROVÉ UKAZATELE	45
3.1.4.2 STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY	46
3.1.4.2.1 MODELY OPERUJÍCÍ S CASH FLOW	47
3.1.4.2.2 RELATIVNÍ MODELY	58
3.2 CHARAKTERISTIKA TECHNICKÉ ANALÝZY	61
3.2.1 GRAFICKÉ METODY	63
3.2.1.1 GRAFY	63
3.2.1.2 LINIE A KANÁLY	64
3.2.1.2.1 TRENDOVÉ PŘÍMKY	64
3.2.1.2.2 HLADINA PODPORY A ODPORU	64
3.2.1.2.3 KANÁLY	65
3.2.1.3 FORMACE	65
3.2.1.3.1 FORMACE POTVRZUJÍCÍ TREND	65
3.2.1.3.2 FORMACE VEDOUcí KE ZMĚNĚ TRENDU	65
3.2.2 METODY ZALOŽENÉ NA TECHNICKÝCH INDIKÁTORECH	66
3.3 PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA	71
4. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ČEZU	72
4.1 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	73
4.2 FIREMNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	79
4.3 STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI ČEZ	87
4.4 SROVNÁVACÍ METODA	91
5. TECHNICKÁ ANALÝZA ČEZU	92
6. ZÁVĚR	98
SEZNAM LITERATURY	101
SEZNAM PŘÍLOH	102

Seznam použitých zkratk a symbolů

apod.	a podobně
APV	Adjusted Present Value (upravená současná hodnota)
a.s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
BCPP, a.s.	Burza cenných papírů Praha, a.s.
B.V.	Besloten Vennootschap (společnost s ručením omezeným založená v Holandsku)
DIČ	daňové identifikační číslo
CAPEX	Capital Expenditures (investiční výdaje)
CF	Cash Flow (volný tok hotovosti)
CO ₂	oxid uhličitý
č.	číslo
ČEPS, a.s.	vlastní a provozovatel přenosové soustavy České republiky
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
DCF	Discounted Cash Flow (diskontovaný volný tok hotovosti)
D/Y	Dividend yield (dividendový výnos)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (čiský zisk před úroky a zdaněním)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation and amortization (čistý zisk před úroky, zdaněním a odpisy)
ECB	European Central Bank (Evropská centrální banka)
EEX	European energy exchange (Evropská energetická burza)
EPS	Earnings per share (zisk na akcii)
EUR	euro
EV	Enterprise Value (podniková hodnota)
FCFE	Free-Cash-Flow-to-Equity (Volný tok hotovosti k vlastnímu kapitálu)
FCFF	Free-Cash-Flow-to-Firm (Volný tok hotovosti ke společnosti)
FED	Federal Reserve System (Centrální bankovní systém USA)
FNM	Fond národního majetku
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (společnost s ručením omezeným založená v Německu)
GPW	Giełda Papierów Wartościowych (Varšavská burza cenných papírů)
GWh	gigawatthodina
HDP	hrubý domácí produkt
IČ	identifikační číslo
ISIN	International Securities Identifying Numer (mezinárodní identifikační číslo cenného papíru)
Kč	koruna česká
Ks	kusů
L.L.C.	Limited Liability Company (společnost s ručením omezeným)
Ltd.	Private company limited by shares (společnost s ručením omezeným ve Velké Británii)
mil.	milión
MW	megawatt
MWh	megawatthodina

např.	například
N.V.	Naamloze Vennootschap (akciová společnost založená v Holandsku)
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
P/B	Price to book ratio (cena k účetní hodnotě)
P/E	Price to earnings ratio (cena ze zisku na akcii)
popř.	popřípadě
P/S	Price to sales ratio (cena k tržbám)
PSC	poštovní směrovací číslo
ROE	Return on equity (návrtnost vlastního kapitálu)
S.A.	Spółka Akcyjna (akciová společnost založená v Polsku)
SPAD	System pro podporu akcií a dluhopisů
Sp. z o. o.	Spółka z ograniczona odpowiedzialnoscia (společnost s ručením omezeným založená v Polsku)
S.R.L.	Societate cu Răspundere Limitată (společnost s ručením omezeným založený v Rumunsku)
s.r.o.	společnost s ručením omezeným
str.	stránka
TWh	terawatthodina
tzn.	to znamená
USA	United States of America (Spojené státy americké)
USD	United States dollar (americký dolar)
y/y	year to year (z roku na rok)
%	procenta

1. ÚVOD

Mnoho lidí má k investování do cenných papírů averzi. Ta často pramení ze špatných zkušeností, z neznalosti nebo z předsudku. Špatnou zkušenost s něčím, co se týká peněz, prožilo za posledních patnáct let od revoluce mnoho Čechů. Četné pády bank, kampeliček, vytunelované fondy z kupónové privatizace a podvody některých obchodníků s cennými papíry k tomu daly dost příležitost.

Díky těmto špatným zkušenostem a často i díky určitým neznalostem z oblasti financí a investic vznikají u lidí předsudky. Mnohým se pak zdá, že vydělávat peníze investováním do cenných papírů buď vůbec nejde nebo alespoň ne poctivě, že je to činnost, která je určena jen úzkému okruhu lidí a že normální člověk bude vždy na straně těch, kteří investicemi peníze prodělají. Přitom hlavním důvodem proč trhy byl sám o sobě místem podvodných transakcí nečestných burziánů. Tím důvodem je u mnoha lidí přetrvávající představa, že lze vydělat peníze bez práce a že akciový trh je právě tím vysněným místem, kde se tento zázrak dá realizovat.

V představách lidí živených často i literaturou či filmem (viz film *Wall Street*, *Záměna* nebo *Boiler's Room*, mám-li jmenovat ty nejznámější) se pak vytváří archetyp člověka - úspěšného investora. Tím je buď podvodný makléř žijící na úkor svých klientů, nebo člověk mající tajné informace, případně génius, který prostě všechno ví lépe než ostatní. Takové představy normálního člověka jen utvrzují v přesvědčení, že investování do cenných papírů není nic pro něho.

Úspěch v investování však není vyhrazen ani podvodníkům ani génium. Je to řemeslo jako každé jiné. Každý se ho může naučit tak, aby byl úspěšný. Všichni nebudou dosahovat stejných úspěchů. Důležité však je uvědomit si, že úspěch v investování, ostatně stejně jako ve většině dalších věcí, nezávisí na štěstí, ale na pílí a odhodlání jednotlivce. Všechno máme ve svých rukou. I to, zda se staneme úspěšným investorem. Nepotřebujeme k tomu ani křišťálovou kouli ani noci strávené nad účetními výkazy společností.

V dnešním chaotickém světě je zapotřebí znát určité nuance, a to i na poli financí. V našich končinách se snad brzy mladá generace a posléze jejich následovníci budu učit základům investování, tak jak je to zcela běžné v západních zemích. Mladí žáci už na základních a více na středních školách se setkávají s pojmy jako např. - peníze, platba, účet, platební karta, investice, burza, atd. Hlavní myšlenkou, která je jim vštěpována ať už od samotných pedagogů nebo i dokonce od rodičů, což by psychologové hodnotili jako nedílnou součást jejich výchovné funkce, je uvědomit si samotné meritum peněz a jejich funkce v moderní globální společnosti. Pro příklad - jen samotnou nominální hodnotu peněz, tedy bankovky či mince, a nejpodstatnější a stěžejní proces - vydělávání tohoto fenoménu společnosti.

Logickým vyústěním zvědavé lidské povahy a mne samotného je obohatit se o znalosti samotného investování. Oblast financí mne zavedla až na pole burzy a vůbec nejvíce mne oslovily akcie - samotná analýza akciových společností, proces vybírání jednotlivých titulů, optimální složení investorova portfolia, makléřské společnosti a další důležité náležitosti spojené s tímto oborem. Během své teoretické a ještě kratší praktické zkušenosti, se denně hlouběji ponořuji do tajů magického, fascinujícího světa čísel a grafů. A jako další krok do kouzleného světa akcií jsem si chtěl vyzkoušet práci investičních analytiků, respektive akciového analytika. A pro téma mojí diplomové práce jsem si vybral analýzu jedné velké české společnosti spadající do odvětví energetiky - ČEZ, a.s..

Úvodem se seznámíme se samotnou energetickou společností. Velice podstatné bude rozbor jednotlivých společností pomocí firemní fundamentální analýzy - výroba energie, investiční strategie, obnova stávajících kapacit, tvorba ceny elektrické energie, predikce energetického sektoru a hospodaření Skupiny ČEZ. Dále se setkáme při prognózování budoucího vývoje akcie ČEZu s přístupy, které volí analytici či investoři. Hlavním a stěžejním tématem mé diplomové práce bude fundamentální analýza. Trochu se dotkneme i technické analýzy jako nástroje používaného pro sledování trendu akcie a dále také jako pro vstup a výstup obchodních pozic do dané akcie. Meritem věci bude stanovit vnitřní hodnotou akcie ČEZ, a.s. pomocí nepoužívanějších analytických modelů. Závěrem stanovím investiční doporučení pro potenciální investory pomocí porovnání vnitřní hodnoty s aktuální tržní cenou akcie společnosti ČEZ, a.s..

2. PROFIL SPOLEČNOSTI ČEZ, a. s.

2.1 HISTORIE

Akciová společnost ČEZ je českou státní energetickou společností. Hlavní činností je prodej elektřiny, opatřené zejména výrobou z vlastních zdrojů, a s tím související poskytování podpůrných služeb, dále výroba, rozvod a prodej tepla (více viz příloha č.1). Mateřskou společností a jádrem Skupiny ČEZ je největší výrobce elektřiny v České republice akciová společnost ČEZ. Byla založena v roce 1992 Fondem národního majetku ČR, jenž je doposud majoritním vlastníkem jejích akcií. Vznikla jako jeden z nových subjektů z majtkové podstaty Českých energetických závodů. Více než 30 procent akcií společnosti prošlo kupónovou privatizací, tedy od roku 1992 nebylo ve státním vlastnictví.

V roce 2003 byla realizována dlouho očekávaná transakce spojení ČEZ, a.s. s distribučními společnostmi - Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetika, Východočeská energetika a Západočeská energetika. Vznikla tak Skupina ČEZ, která se tak stala nejvýznamnějším energetickým uskupením regionu střední a východní Evropy.

V průběhu roku 2005 bylo dosavadní územní uspořádání regionálních distribučních společností Skupiny ČEZ nahrazeno uspořádáním procesním. Jedním z důvodů bylo oddělení distribuce jako regulované činnosti od obchodu (unbundling). Klíčové činnosti rozvodu a prodeje elektrické energie převzaly ČEZ Distribuce, a. s. a ČEZ Prodej, s.r.o.. V prosinci 2005 posílila Skupina ČEZ akvizicí společnosti Severočeské doly a.s.. Počátkem roku 2005 byla dokončena akvizice tří bulharských distribučních společností Elektrorazpredelenie Pleven EAD, Sofia Oblast EAD, Stolichno EAD a ve třetím čtvrtletí akvizice rumunské distribuční společnosti Electrica Oltenia S.A..

V lednu 2006 byla podepsána smlouva o koupi většinových podílů v polských elektrárenských společnostech Elektrownia Skawina S.A. a Elektrociepłownia Chorzów Sp. z o. o.. V následujících měsících roku 2006 ČEZ, a. s. úspěšně dokončil akvizici

elektrárny v bulharské Varně, která se stala největší uhelnou elektrárnou v portfoliu zdrojů. Významným datem v roce 2006 se stal 6. listopad, kdy nabylo právní moci kolaudační rozhodnutí pro stavební objekty související s prvním a druhým blokem Jaderné elektrárny Temelín. V průběhu roku 2006 přibyly do Skupiny ČEZ nové dceřiné společnosti v Srbsku, Kosovu, Republice srbské v Bosně a Hercegovině a na Ukrajině. Byly zahájeny přípravy na povinný unbundling v Bulharsku, které úspěšně vyvrcholily začátkem roku 2007 jeho provedením. Značný pokrok byl učiněn i v případě sousedního Rumunska.

Strategickým cílem energetické Skupiny ČEZ je stát se lídrem na trhu s elektřinou v rámci středoevropského a východoevropského trhu s elektřinou.

Historické milníky ve vývoji Skupiny ČEZ:

- 1990** ■ Oddělení regionálních distribučních společností, tepelné výroby a dalších aktivit státního podniku České energetické závody.
- 1992** ■ Vznik akciové společnosti ČEZ, a. s. (6.5.1992).
- 1993** ■ Částečná privatizace ČEZu, a.s. (27%).
 - Převedení regionálních distribučních společností na akciové společnosti.
- 1995** ■ Částečná privatizace regionálních distribučních společností (cca 50%).
 - Další privatizace ČEZu, a.s. (do výše 33%).
 - Propojení elektrizačních soustav CENTREL se systémem UCPTE.
- 1999** ■ Zahájení činnosti dceřiné společnosti ČEPS, a. s..
 - Stát opět získává kontrolu nad pěti z osmi regionálních distribucí.
- 2001** ■ Vláda zahájila privatizaci akcií FNM ve společnosti ČEZ, a.s., a jejich osmi regionálních distribučních společností (nedokončena).
- 2002** ■ Zahájení postupného otevírání trhu s elektřinou v České republice (v roce 2002 pro oprávněné zákazníky s roční spotřebou nad 40 GWh, pro výrobu otevření trhu plně) a umožnění přístupu třetích osob k přenosové soustavě.
 - Zrušení výběrového řízení na kupce akciového podílu FNM v ČEZ, a.s., a v osmi regionálních distribučních společnostech.
- 04/2003** ■ Založena Skupina ČEZ. Uskutečnění převodu akcií regionálních distribučních společností a ČEPS, a.s., do majetku firmy ČEZ, a.s..

- 11/2003** ■ Většinový podíl ve společnostech Středočeská energetika, a.s., Východočeská energetika, a.s., a Západočeská energetika, a.s., zvýšen na 97,7-99,1%.
- 01/2004** ■ Získání většinového podílu v dodavatelsko-inženýrské společnosti ŠKODA PRAHA, a.s., která byla hlavním dodavatelem technologie pro Jadernou elektrárnu Temelín.
- 08/2004** ■ Podepsání smlouvy o prodeji 34% podílu v Pražské energetice, a.s., ve veřejné soutěži.
- 09/2004** ■ Navýšen většinový podíl ve společnostech Severomoravská energetika, a.s., a Severočeská energetika, a.s., na základě opce uzavřené s jedním z menšinových spoluvlastníků. Podepsání smlouvy o prodeji 34% podílu v ČEPS, a.s.
- 11/2004** ■ Podepsání smlouvy s bulharskou vládou o koupi tří distribučních společností.
- 03/2005** ■ Rozhodnutí Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže, kterým se ruší povinnost ČEZ, a. s., prodat jeden z většinových podílů v Severočeské energetice, a.s..
- 08/2005** ■ Organizována první virtuální aukce na prodej elektřiny.
- 09/2005** ■ Převzetí 51% podílu akcií rumunské distribuční společnosti Electrica Oltenia S.A..
- 11/2005** ■ ČEZ, a.s., předložila konkrétní nabídku na polskou černouhelnou elektrárnu Kozienice a také se uchází o privatizaci elektrárny Dolna Odra.
- 12/2005** ■ Zvýšení podílu ve společnosti Severočeské doly a.s. z 56 % na 93,1 %.
- 2005** ■ Vykoupení menšinových akcionářů ve společnostech Východočeská energetika, a.s., Západočeská energetika, a.s., Severomoravská energetika, a.s., a ŠKODA PRAHA, a.s., bylo dokončeno.
- 04/2006** ■ Navýšení podílu ČEZ, a. s., ve společnosti Severočeská energetika, a.s., na 96,14 %.
- 05/2006** ■ ČEZ, a.s., získává akvizicí dvě polské elektrárny Skawina a Elcho.
- 06/2006** ■ ČEZ, a.s., se stává 100% vlastníkem Severočeských dolů, a.s..

- 08/2006**
 - ČEZ, a.s., se stává 100% vlastníkem Severočeské energetiky, a.s., o čemž rozhodla její mimořádná valná hromada.
- 10/2006**
 - ČEZ, a.s., chce získat akvizicí bulharskou elektrárnu Varna.
 - ČEZ, a.s., vstupuje do tendru na výstavbu elektráren a těžby uhlí v Kosovu.
 - Zahájení obchodování s akciemi ČEZ, a. s., na varšavské burze cenných papírů (GPW).
- 11/2006**
 - Jaderná elektrárna Temelín obdržela po šesti letech provozu kolaudační rozhodnutí.
 - Podepsání smlouvy na novou srbskou elektrárnu Gacko bylo odloženo.
 - Skupina ČEZ připravila na příští rok zásadní změnu v nabídce produktů pro konečné zákazníky z řad domácností.
- 03/2007**
 - ČEZ, a.s., jako první firma z České republiky vstoupil na burzu Nordpool.
- 01/2007**
 - Schválení podnikatelského záměru na komplexní obnovu Elektrárny Prunéřov II.
- 03/2007**
 - Rozhodnutí vlády České republiky o privatizaci 7% státního podílu ve společnosti ČEZ, a. s., k prodeji by mělo dojít v průběhu roku 2007.
- 04/2007**
 - ČEZ, a.s., se stal jediným vlastníkem Teplárenské, a.s.
 - Startuje komplexní obnova elektrárny Tušimice.
 - Skupina ČEZ podpoří rozjezd energetické burzy.
 - ČEZ podepsal smlouvu s ruskou skupinou RAO JES .
- 05/2007**
 - ČEZ začal s odkupem vlastních akcií.

2.2 STRUKTURA AKCIONÁŘŮ

Celková výše základního kapitálu ČEZ, a. s. zapsaná v obchodním rejstříku k datu konání řádné valné hromady dne 31.12. 2006 činila 59 221 084 300,- Kč rozděleného do akcií ČEZ, a. s. ISIN CZ0005112300 o nominální hodnotě 100,- Kč v celkovém počtu 592 210 843 kusů zaknihovaných ve Středisku cenných papírů.

Z výpisu akcionářů Střediska cenných papírů k 31. 12. 2006 nebyla zjištěna, kromě Ministerstva financí České republiky, žádná další osoba s podílem na základním kapitálu ČEZ, a. s. větším než 5 %.

Podíl zahraničních osob (právnických i fyzických) na základním kapitálu ČEZ, a. s. činil k 31. 12. 2006 21,45 % s tím, že případné další zahraniční akcionáře, jejichž cenné papíry jsou spravované správci, nemá ČEZ, a. s. možnost zjistit.

Tabulka č. 1: Struktura akcionářů

Struktura akcionářů (%)		
	k 31.12. 2005	k 31.12.2006
Právníkové osoby celkem	95,35%	95,74%
Ministerstvo financí České republiky*	67,61%	67,61%
Ostatní právníkové osoby	27,29%	24,27%
z toho: tuzemské	4,53%	2,93%
zahraniční	19,76%	21,34%
Správci	3,45%	3,86%
Fyzické osoby celkem	4,65%	4,26%
z toho: tuzemské	4,54%	4,15%
zahraniční	0,11%	0,11%

* Do 1. 1. 2006 vykonával správu státního akciového podílu Fond národního majetku ČR

Zdroj: ČEZ

Ratingové hodnocení:

Ratingová agentura Standard & Poor's změnila v říjnu 2006 dlouhodobé ratingové hodnocení ČEZ, a. s. z původní úrovně BBB+ na úroveň A-, stabilní výhled zůstal nezměněn. Zvýšené ratingové hodnocení odráží silný finanční profil akciové společnosti ČEZ. Ratingová agentura Moody's potvrdila v říjnu 2006 dlouhodobé ratingové hodnocení ČEZ, a. s. na úrovni A2 s výhledem stabilním.

Základní informace o akciích:

Typ akcií	Zaknihované akcie na doručitele
Počet emitovaných akcií	592 210 843 kusů
ISIN	CZ0005112300
WPK	887832
Burza Praha	BAACEZ
Warsaw Stock Exchange	CEZ
Bloomberg	CEZ CP
Reuters	CEZP.PR

Akcie jsou kótovány:

Česká republika	Burza cenných papírů Praha
Polsko	Varšava
Německo	Frankfurt
	Xetra
	Berlin
	Mnichov
	Stuttgart

Akcie ČEZ jsou součástí následujících indexů:

PX	Oficiální index Burzy Praha
CTX	Czech Traded Index – Wiener Borse
CETOP 20	Central European Blue Chip Index – Budapest Stock Exchange
DJ ENLARGED STOXX	Index nových členů
EU WIG20 (po 15.12.2006)	Warsaw Stock Exchange Blue Chip Index

Obchod s akciemi na pražské burze

Akcie ČEZu patří k nejlíkvidnějším titulům vůbec na pražské burze. Pro srovnání - za rok 2006 dosáhla výše celkového objemu obchodů 347 499,004 mil. Kč s podílem 40,94 % a zaslouženě obsadila vedoucí postavení co se týče objemu realizovaných obchodů na

pražské burze BCPP, a.s.. Mezi tvůrce trhu kotující emise ČEZu zařazené do SPAD¹ patří: ATLANTIK finanční trhy, a.s., BH Securities, a.s., Česká spořitelna, a.s., Fio, burzovní společnost, a.s, HVB Bank Czech Republic, a.s., ING Bank, N.V., Komerční banka, a.s., Patria Finance, a.s., Raiffeisenbank, a.s. a WOOD & Company Financial Services, a.s..

Obchod s akciami na varšavské burze

V září 2006 ČEZ, a. s. zahájil závěrečnou fázi přípravy na duální listing (tzn. primární kótace zůstala v Praze a stejné akcie se sekundárně obchodují ve Varšavě) akcií na varšavské burze cenných papírů. Šlo o administrativní proces naplnění všech náležitostí kótace akcií ČEZ, a. s., který byl zakončen přijetím společnosti dne 25. října 2006 na hlavní trh varšavské burzy. Emise byla polskými investory přijata velmi pozitivně. V první den obchodování představovaly obchody s akciami ČEZ, a. s. 13 % obratu varšavské burzy cenných papírů (GDW). Duální listing rozšířil přístup i polských penzijních fondů k akciím ČEZ, a. s., jinak regulatorně poměrně omezených v investicích mimo Polsko. ČEZ, a. s. se stal největší firmou kótovanou v Polsku a prakticky jedinou investovatelnou společností ze sektoru elektroenergetiky. Velký zájem investorů vedl dne 15. prosince 2006 k zařazení akcií ČEZ, a. s. do prestižního indexu WIG 20.

Obchod s akciami na německé burze

Podle zjištění ČEZ, a. s., s jeho akciami rovněž zahájily obchodování třetí osoby (angl. unsponsored listing) ve Spolkové republice Německo na trhu XETRA, provozovaném Deutsche Börse Group, a na burzách v Mnichově, Frankfurtu nad Mohanem, Berlíně a Stuttgartu.

2.3 OBLAST PŮSOBENÍ SKUPINY ČEZ

K 31.12. 2006 se skládala Skupina ČEZ z 98 společností (včetně mateřské společnosti ČEZ, a.s.), z toho bylo 66 českých a 32 zahraničních. Konsolidační celek Skupiny ČEZ k 31.12. 2006 tvořilo celkem 55 společností, z toho plnou metodou bylo

¹ SPAD - Systém pro podporu akcií a dluhopisů

konsolidováno 30 českých a 22 zahraničních společností. Ekvivalenční² metodou byly konsolidovány 3 přidružené české společnosti. Skupina ČEZ primárně vykazuje svou činnost v členění na oborové segmenty a sekundárně na segmenty územní.

2.3.1 OBOROVÉ SEGMENTY

Primární podnikatelskou činností je výroba a obchod elektřiny a podpůrných služeb. Sekundární podnikatelskou činností je distribuce a prodej tepla a zpracování vedlejších energetických produktů. Terciární podnikatelské činnosti mají významný vztah k primární a sekundární podnikatelské činnosti. Oborové segmenty Skupiny ČEZ se dělí na:

- výroba a obchod,
- distribuce a prodej,
- těžba,
- ostatní.

Rozdělení společností konsolidačního celku Skupiny ČEZ do oborových segmentů můžeme vidět na schématu č. 2. (viz níže). O samotných segmentech si více povíme v podnikové analýze, zejména velice důležité faktory (výroba elektřiny a těžba surovin) týkající se stanovení vnitřní hodnoty akcie a odhadnutí budoucího toku volných peněžních prostředků.

² Ekvivalenční metoda je běžně používanou metodou pro přecenění majetkové účasti v rámci konsolidace účetních závěrek. Mnohé národní úpravy umožňují použití ekvivalenční metody i pro účely sestavení individuální účetní závěrky, přičemž použité postupy jsou obdobné konsolidačním postupům a podstata ekvivalenční metody zůstává v obou případech stejná.

Schéma č. 2: Rozdělení společností konsolidačního celku Skupiny ČEZ do oborových segmentů

Segment výroba a obchod:

ČEZ, a.s.
CEZ Deutschland GmbH
CEZ FINANCE B.V.
CEZ Hungary Ltd.
CEZ Chorzow B.V.
CEZ Poland Distribution B.V.
CEZ Silesia B.V.
ČEZ Obnovitelné zdroje, s.r.o.
ČEZ Srbija DOO
Elektrociepłownia Chorzów “ELCHO” Sp. z o.o.
Elektrownia Skawina S.A.
Energetika Vítkovice, a.s.
New Kosovo Energy L.L.C.
PPC Úžín, a.s.
TEC Varna EAD
ZAO “TransEnergó“
Coal Energy, a.s. *)

Segment distribuce a prodej:

CEZ Bulgaria EAD
CEZ Romania S.R.L.
CEZ Trade Bulgaria EAD
ČEZ Distribuce, a.s.
ČEZ Distribuční služby, s.r.o.
ČEZ ELEKTRO BULGARIA AD
ČEZ LABORATORIES BULGARIA EOOD
ČEZ Měření, s.r.o.
ČEZ Prodej, s.r.o.
ČEZ Zákaznické služby, s.r.o.
Electrica Oltenia S.A.
Elektrorazpredelenie Pleven AD
Elektrorazpredelenie Sofia Oblast AD
Elektrorazpredelenie Stolichno AD
Severočeská energetika, a.s.
Severomoravská energetika, a.s.
Středočeská energetika, a.s.
Východočeská energetika, a.s.
Západočeská energetika, a.s.

Segment těžba:

Severočeské doly, a.s.
LOMY MOŘINA, spol. s r.o. *)

Segment ostatní:

ČEZ Logistika, s.r.o.
ČEZ Správa majetku, s.r.o.
ČEZData, s.r.o.
ČEZnet, a.s.
Energetické opravny, a.s.
I & C Energo, a.s.
MSEM, a.s.
SD – 1. strojírenská, a.s.
SD – Autodoprava, a.s.
SD – Kolejová doprava, a.s.
STE – obchodní služby s.r.o. v likvidaci
ŠKODA PRAHA, a.s.
ŠKODA PRAHA Invest, s.r.o.
Ústav jaderného výzkumu Řež, a.s.
VČE – montáže, a.s.
KNAUF POČERADY, s.r.o. *)

*) přidružená společnost konsolidovaná ekvivalenční metodou

Zdroj: ČEZ

2.3.2 ÚZEMNÍ SEGMENTY

Skupina ČEZ vykazuje své výsledky také v rozdělení na územní segmenty. Podle míry podstupovaného rizika existují 2 segmenty: Střední Evropa a Jihovýchodní Evropa (viz schéma č.3 níže). Do segmentu Střední Evropy se řadí společnosti z České republiky, Polska, Maďarska, Nizozemska a Německa. Segment Jihovýchodní Evropa zahrnuje Bulharsko, Rumunsko, Kosovo, Srbsko a Rusko. Aktivity Skupiny ČEZ byly v roce 2006 výrazně prohloubeny v Republice srbské v Bosně a Hercegovině a na Ukrajině. V jednotlivých zemích působnosti Skupiny ČEZ je zaváděn jednotný systém organizace činností s přihlédnutím k místním podmínkám. Tento systém je postaven na důsledném rozlišení jednotlivých procesů probíhajících v energetickém koncernu a jejich rozdělení mezi samostatné účelové společnosti. Model řízení usnadňuje zavádění nejlepších praxí Skupiny ČEZ, účinnější řízení jednotlivých procesů a zároveň respektuje požadavek unbundlingu, uplatňovaný v členských státech Evropské unie. Do samostatných společností jsou v jednotlivých zemích v různé míře vyčleněny činnosti:

- výroba elektrické a tepelné energie,
- výroba elektrické energie z obnovitelných zdrojů,
- distribuce elektrické energie,
- prodej elektrické energie,
- obchod s elektrickou energií,
- obsluha maloobchodních zákazníků,
- údržba rozvodných sítí,
- telekomunikační služby,
- služby výpočetní techniky,
- nákup a skladování materiálu,
- elektroměrové činnosti,
- správa neenergetického majetku,
- podpora akvizičních týmů a postakvizičních činností.

Jednotlivé procesní společnosti spoluvytvářejí činnost energetického koncernu, a proto jsou pro ně prvořadě vztahy s ostatními členy Skupiny ČEZ. Přebytkové kapacity některých činností bývají nabízeny na volném trhu.

Schéma č. 3: Rozdělení společností Skupiny ČEZ do územních segmentů

Střední Evropa:

ČEZ, a.s.
ČEZ Deutschland GmbH
CEZ FINANCE B.V.
CEZ Hungary Ltd.
CEZ Chorzow B.V.
CEZ Poland Distribution B.V.
CEZ Polska Sp. z o.o.
CEZ Silesia B.V.
ČEZ Distribuce, a.s.
ČEZ Distribuční služby, s.r.o.
ČEZ Logistika, s.r.o.
ČEZ Měření, s.r.o.
ČEZ Obnovitelné zdroje, s.r.o.
ČEZ Prodej, s.r.o.
ČEZ Správa majetku, s.r.o.
ČEZ Zákaznické služby, s.r.o.
ČEZData, s.r.o.
ČEZnet, a.s.
Elektrociepłownia Chorzow "ELCHO" Sp. z o.o.
Elektrownia Skawina S.A.
Energetické opravny, a.s.
Energetika Vítkovice, a.s.
I & C Energo, a.s.
MSEM, a.s.
PPC Úžín, a.s.
SD - 1. strojírenská, a.s.
SD - Autodoprava, a.s.
SD - Kolejová doprava, a.s.
Severočeská energetika, a.s.
Severočeské doly, a.s.
Severomoravská energetika, a.s.
STE - obchodní služby, s.r.o. v likvidaci
Středočeská energetická, a.s.
ŠKODA PRAHA, a.s.
ŠKODA PRAHA Invest, s.r.o.
Ústav jaderného výzkumu Řež, a.s.
VČE - montáže, a.s.
Východočeská energetika, a.s.
Západočeská energetika, a.s.
Coal Energy, a.s. *)
KNAUF POČERADY, s.r.o. *)
LOMY MOŘINA, s.r.o. *)

Jihovýchodní Evropa:

ČEZ Bulgaria EAD
CEZ Romania S.R.L.
ČEZ Trade Bulgaria EAD
ČEZ ELEKTRO BULGARIA AD
ČEZ LABORATORIES BULGARIA EOOD
ČEZ Srbija DOO
Electrica Oltenia S.A.
Elektrorazpredelenie Pleven AD
Elektrorazpredelenie Sofia Oblast AD
Elektrorazpredelenie Stolichno AD
New Kosovo Energy L.L.C.
TEC Varna EAD
ZAO "TransEnergo"

**) přidružená společnost konsolidovaná ekvivalenční metodou*

Zdroj: ČEZ

2.3.2.1 SEGMENT STŘEDNÍ EVROPA

Skupina ČEZ dosáhla silného postavení na trzích střední Evropy a aktivně obchoduje v České republice, Německu, Polsku, Maďarsku, Rakousku a na Slovensku. Pro podporu obchodních aktivit v Německu, Polsku, Maďarsku a na Slovensku je využívána síť zahraničních obchodních zastoupení, která mají právní formu organizačních složek nebo dceřiných společností vlastněných ČEZ, a. s..

Česká republika

V České republice sídlí mateřská společnost Skupiny ČEZ – ČEZ, a. s.. Společnost vznikla 6. května 1992, jejím hlavním akcionářem je stát, Česká republika. Zabývá se výrobou a obchodem s elektrickou energií, provozuje i výrobu elektřiny z obnovitelných zdrojů (větrné, sluneční a vodní elektrárny), dále pak výrobou, rozvodem a prodejem tepla a disponuje týmy pro akviziční a postakviziční činnost.

V České republice je model procesních společností Skupiny ČEZ již plně aplikován a je funkční. Podnikatelskou činnost zde vyvíjí 10 procesních společností s předměty činnosti:

- výroba elektrické energie z obnovitelných zdrojů energie – ČEZ Obnovitelné zdroje, s.r.o.,
- distribuce elektrické energie – ČEZ Distribuce, a. s.,
- prodej elektrické energie koncovým zákazníkům – ČEZ Prodej, s.r.o.,
- obsluha maloobchodních zákazníků – ČEZ Zákaznické služby, s.r.o.,
- provoz a údržba rozvodných sítí – ČEZ Distribuční služby, s.r.o.,
- telekomunikační služby – ČEZnet, a.s.,
- služby výpočetní techniky – ČEZData, s.r.o.,
- nákup a skladování materiálu – ČEZ Logistika, s.r.o.,
- elektroměrové činnosti – ČEZ Měření, s.r.o.,
- správa neenergetického majetku – ČEZ Správa majetku, s.r.o.

Mezi členy Skupiny ČEZ v České republice patří dalších 55 společností a majetkových účastí, z nichž mezi nejvýznamnější patří Severočeské doly a.s. podnikající v

oblasti těžby hnědého uhlí a inženýrská společnost ŠKODA PRAHA a.s. Výčet ovládaných společností je uveden v příloze č. 2.

Slovenská republika

V roce 2006 otevřela Skupina ČEZ své obchodní zastoupení ve Slovenské republice v Bratislavě. Obchodní zastoupení je zapsáno jako organizační složka ČEZ, a.s.. V současné době je zde největším zahraničním dodavatelem elektřiny a je připravena nabídnout své know-how a infrastrukturu v oblasti obchodu s povolenkami CO₂. Chce též přispět k rozvoji otevírajícího se trhu pro koncové zákazníky.

Polská republika

V Polsku působí Skupina ČEZ prostřednictvím reprezentační kanceláře ČEZ Polsko se sídlem ve Varšavě. Posláním kanceláře je podporovat akviziční procesy a obchod s elektrickou energií na území Polska.

Svůj vážný zájem o polský energetický sektor potvrdila Skupina ČEZ úspěšnou účastí v tendru na koupi většinových podílů v hornoslezských elektrárenských společnostech Elektrociepłownia Chorzów "Elcho" Sp. z o. o. a Elektrownia Skawina S. A.. Přibližně 75% podíl akcií v elektrárnách Skawina a Elcho vlastní Skupina ČEZ prostřednictvím společností CEZ Silesia B. V. a CEZ Poland Distribution B. V.. Energetická společnost ČEZ touto akvizicí významně posílila v oblasti svého černouhelného portfolia. ČEZ, a. s. založil v Polsku v průběhu roku 2006 ještě společnost CEZ Polska Sp. z o.o., jejímž základním cílem je poskytovat servisní a manažerské služby členům Skupiny ČEZ na území Polska a působit jako podpora při další akviziční činnosti.

Nizozemské království

V Nizozemsku má ČEZ, a. s. registrovány čtyři společnosti ve 100% vlastnictví. První z nich, CEZ Finance B.V. byla založena v roce 1994 a jejím prostřednictvím ČEZ, a. s. před vstupem České republiky do Evropské unie emitoval své zahraniční dluhopisy. Další tři společnosti – CEZ Silesia B.V., CEZ Chorzow B.V. a CEZ Poland Distribution B.V. – ČEZ, a. s. nabyly v souvislosti s pořízením podílů v polských elektrárenských společnostech Elektrociepłownia Chorzów "ELCHO" Sp. z o.o. a Elektrownia Skawina

S.A.. Model vlastnictví polských elektráren prostřednictvím těchto společností převzal ČEZ, a. s. od prodávajícího.

Spolková republika Německo

Člen Skupiny ČEZ, společnost CEZ Deutschland GmbH, působí na německém trhu v oblasti obchodu s elektrickou energií od roku 2001. Tato činnost byla ve druhém čtvrtletí 2005 převzata mateřskou společností ČEZ, a. s. a činnost společnosti byla omezena na prezentaci Skupiny ČEZ v Německu a podporu případných akvizičních či investičních příležitostí.

Maďarská republika

Společnost CEZ Hungary Ltd. – CEZ Magyarország Kft., jež je 100% dceřinou společností ČEZ, a. s., získala v březnu 2006 licenci k obchodování s elektrickou energií a v průběhu roku začala fakticky vykonávat běžnou obchodní činnost. Aktivně se účastní obchodů s elektrickou energií na maďarském trhu. Cílem této akvizice je vytvoření lepších podmínek pro obchod s elektrickou energií na území Maďarska a zajištění přístupu k maďarské přenosové soustavě, což je podle platných maďarských zákonů možné pouze prostřednictvím společností se sídlem v Maďarsku.

2.3.2.2 SEGMENT JIHOVÝCHODNÍ EVROPA

Segment Jihovýchodní Evropa zahrnuje konsolidované společnosti v Bulharsku, Rumunsku, Srbsku, Kosovu a v Rusku. ČEZ, a. s. posiluje své obchodní aktivity v regionu jihovýchodní Evropy. V roce 2006 Skupina ČEZ vybudovala nezbytnou obchodní infrastrukturu a získala příslušné licence pro obchodování v Bulharsku, Rumunsku, Srbsku a Kosovu. ČEZ, a. s. prostřednictvím svých obchodních zastoupení postupně začal aktivně vstupovat do aukcí na přeshraniční přenosové kapacity a aukcí na dodávku elektrické energie v jednotlivých zemích. V tomto regionu nyní fungují obchodní společnosti ČEZ Trade Bulgaria EAD a CEZ Trade Romania S.R.L. Skupina ČEZ postupně zvětšuje obchodované objemy. Růst obchodní činnosti je nicméně podmíněn rychlostí transformace těchto trhů a vzniku pravidel pro obchodování. V roce 2006 vstoupila do výrobního portfolia Skupiny ČEZ Elektrárna Varna, a posílila tak pozici Skupiny ČEZ na daném

území. Charakteristikou oblasti je vysoká rozdílnost cen a úrovní nabídky a poptávky v jednotlivých zemích, kterou zatím není možné plně vyrovnat vzhledem k rozdílným tržním pravidlům.

Bulharská republika

Aktivity Skupiny ČEZ v Bulharsku zastřešuje společnost CEZ Bulgaria EAD. ČEZ má podíl ve třech bulharských distribučních společnostech Elektrorazpradelenie Stolichno EAD, Elektrorazpredelenie Pleven EAD a Elektrorazpredelenie Sofia Oblast EAD. V roce 2005 se stala akciová společnost ČEZ 100% vlastníkem akcií CEZ Trade Bulgaria EAD, která je vlastníkem licence na prodej elektřiny oprávněným zákazníkům Skupiny ČEZ na území Bulharska. Základním úkolem této servisní společnosti je poskytovat řídicí a servisní služby členům Skupiny ČEZ na území Bulharska a bezprostředně následujícím úkolem je komplexně reprezentovat Skupinu ČEZ na tomto území a podporovat mateřskou společnost při případných dalších akvizicích. V říjnu 2006 byla dokončena privatizace uhelné Elektrárny Varna, kterou získal ČEZ, a. s.. V druhé polovině roku bulharská Privatizační agentura postupně vyhlásila tendry na privatizaci tepláren Plovdiv, Varna a Ruse. ČEZ, a. s. se kvalifikoval na všechny tendry, ale finální nabídku podal pouze na teplárnu Varna, kde nakonec zvítězil francouzský zájemce. Nově byla založena společnost ČEZ LABORATORIES BULGARIA EOOD pro činnosti spojené s ověřováním elektroměrů. Sítě získané Skupinou ČEZ vyžadují značné investice zaměřené na vyšší spolehlivost, kvalitu zásobování elektrickou energií a omezení distribučních ztrát. Hlavním předpokladem úspěšného působení Skupiny ČEZ v Bulharsku je vzájemná spolupráce a důvěra bulharských i českých manažerů.

Rumunsko

Hlavním cílem investic distribuční společnosti Electrica Oltenia S. A., jejímž majoritním vlastníkem se stala energetická společnost ČEZ v závěru roku 2005, je zlepšit technický stav zařízení, snížením ztrát zvýšit efektivnost, zvýšit spolehlivost, zajistit kontrahované parametry dodávek elektrické energie, omezit nepříznivé dopady na životní prostředí a zajistit prodej elektrické energie novým zákazníkům.

Stejně jako ve všech zemích Evropské unie a v zemích, které se na vstup do EU připravují, platí povinnost zavést v rámci pravidel EU oddělení distribuce jako regulované

činnosti od neregulovaného obchodu. Na základě získání distribuční společnosti Electrica Oltenia S. A. má energetická společnost ČEZ v Rumunsku možnost aktivně se připrav unbundle zúčastnit, a to prostřednictvím uplatnění vlastních zkušeností z dané oblasti v rámci aktivní účasti na připomínkovém řízení procesu tvorby rumunské legislativy a pravidel unbundlingu.

V roce 2005 vznikla společnost CEZ Romania S.R.L., jejímž základním úkolem je poskytovat zázemí postakvizičnímu týmu manažerů v Rumunsku, komplexně reprezentovat Skupinu ČEZ na tomto území a podporovat mateřskou společnost při případných dalších akvizicích.

Kosovo

Roku 2006 byla v Kosovu založena společnost New Kosovo Energy L.L.C.. Úkolem společnosti je vytvořit Skupině ČEZ příznivé podmínky pro účast ve výběrovém řízení, vyhlášeném v srpnu 2006 ministerstvem energetiky a hornictví, na energetické projekty v Kosovu. Dále v roce 2006 společnost ČEZ, a. s. obdržela licenci na obchodování s elektrickou energií v Kosovu.

Republika Srbsko

Společnost ČEZ Srbija DOO se zabývá především vyhledáváním akvizičních příležitostí. Získala také licenci pro obchodování s elektrickou energií na území Srbska.

Ruská federace

Za účelem zabezpečení a realizace investičních aktivit v Ruské federaci koupil ČEZ, a. s. 100% obchodní podíl ve společnosti ZAO "TransErgo". Prostřednictvím této společnosti se účastní výběrových řízení v Ruské federaci.

Republika srpská v Bosně a Hercegovině

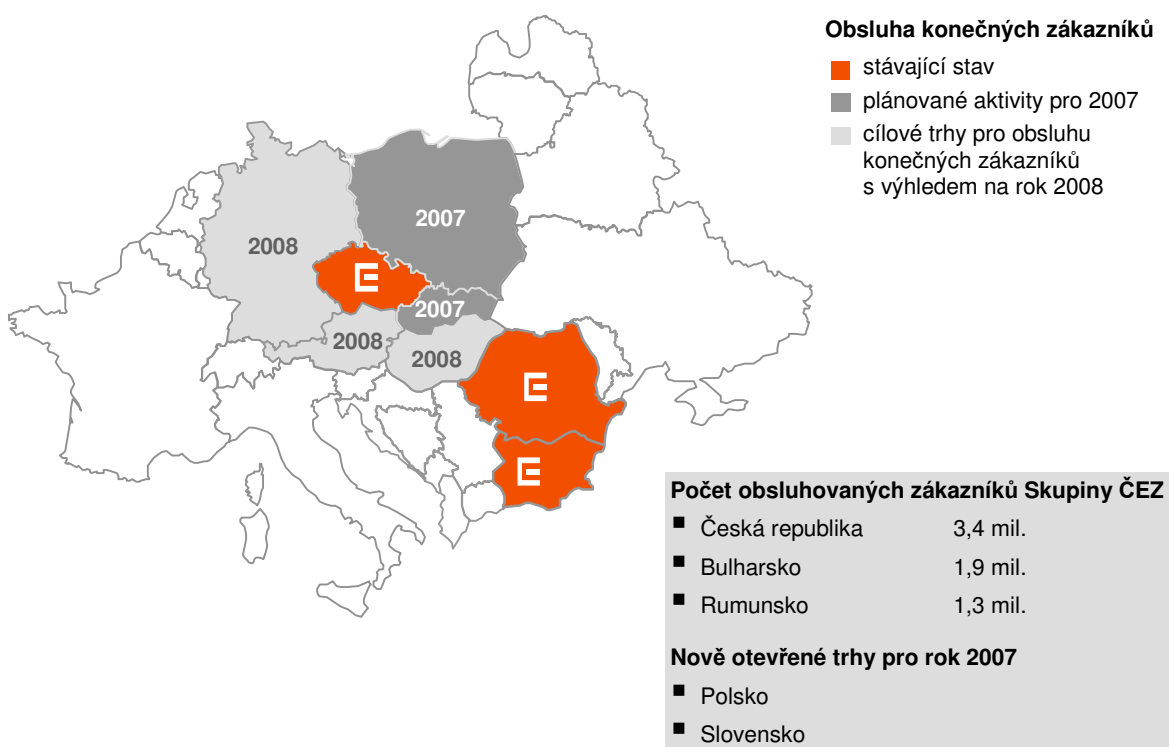
Roku 2006 byl zaregistrován společný podnik NERS d.o.o., Gacko s místním partnerem Mješoviti Holding „Elektroprivreda“ Republike Srpske Trebinje-Matično preduzeće akcionarsko društvo Trebinje. Jeho účelem je převod do vlastnictví a následné provozování elektrárny Gacko I včetně přílehlajícího dolu a dalších aktiv (vápencový lom

Ponikva apod.) a dále výstavba nové elektrárny Gacko II ve stejné lokalitě. Bosensko-srbský partner vloží do společného podniku stávající elektrárnu a lignitový důl, ČEZ, a. s. vloží či jinak zajistí finanční prostředky na výstavbu nového zdroje.

Ukrajina

Koncem roku 2006 byla zaregistrována společnost ČEZ Ukraine CJSC. Společnost byla založena za účelem podpory projektů ČEZ, a. s. na Ukrajině.

Obrázek č. 1: Aktivity Skupiny ČEZ



Zdroj: ČEZ

Možné akviziční a expanzní příležitosti jsou monitorovány i v dalších zemích střední a jihovýchodní Evropy se zvláštním zřetelem na země, ve kterých Skupina ČEZ již v současnosti aktivně působí. Působnost Skupiny ČEZ můžeme vidět na obrázku č. 1.

2.4 ORGÁNY SPOLEČNOSTI ČEZ, a.s. A JEJÍ MANAGEMENT

V souladu se Stanovami ČEZ, a.s. valná hromada volí a odvolává členy dozorčí rady. Dozorčí rada volí a odvolává členy představenstva. Představenstvo jmenuje a odvolává generálního ředitele a další členy výkonného vedení.

DOZORČÍ RADA SPOLEČNOSTI

Dozorčí rada má dvanáct členů, z nichž osm volí a odvolává valná hromada a čtyři jsou voleni zaměstnanci. V působnosti dozorčí rady je zejména volit členy představenstva, dohlížet na výkon působnosti představenstva a uskutečňování podnikatelské činnosti společnosti, kontrolovat hospodaření, přezkoumávat zprávy o vztazích mezi propojenými osobami, roční závěrky včetně návrhů na rozdělení zisku a udělovat předchozí souhlas k nevýznamnějším rozhodnutím představenstva.

Členové dozorčí rady k 17.3. 2007:

Zdeněk Hrubý	předseda dozorčí rady
Tomáš Hüner	místopředseda dozorčí rady
Zdeněk Židlický	místopředseda dozorčí rady
Karel Zeman	člen dozorčí rady
Jiří Jedlička	člen dozorčí rady zvolený zaměstnanci
Jan Ševr	člen dozorčí rady zvolený zaměstnanci
Jan Demjanovič	člen dozorčí rady
Zdeněk Trojan	člen dozorčí rady
Aleš Cincibus	člen dozorčí rady
Petr Kousal	člen dozorčí rady
Martin Kocourek	člen dozorčí rady
Drahošlav Šimek	člen dozorčí rady

PŘEDSTAVENSTVO SPOLEČNOSTI

Od roku 2000 je akciová společnost ČEZ řízena dle německého modelu řízení akciových společností, podle něhož jsou členové představenstva zpravidla zároveň členy výkonného vedení. Výkon funkce předsedy představenstva a generálního ředitele je v současné době spojen v jedné osobě.

Členové představenstva k 17.3. 2007:

Martin Roman	předseda představenstva
Jiří Borovec	místopředseda představenstva
Alan Svoboda	místopředseda představenstva
Daniel Beneš	člen představenstva
Tomáš Pleskač	člen představenstva

V příloze č. 2 můžeme vidět organizační strukturu Skupiny ČEZ. Konkrétněji jednotlivé dceřinné společnosti, které spadají do působnosti divizí Skupiny ČEZ. V následující příloze č. 3 je specifikováno, který z výše uvedených manažerů má na starosti přesně danou divizi a jednotlivá oddělení.

3. MODEL Y ANALYZOVÁNÍ AKCIÍ

„Jisté je jen jedno, a sice, že jisté není nic.“

Lao-c’

Proč investoři kupují akcie a co determinuje tržní cenu akcií? Jaké metody ohodnocování akcií používají investoři? Na tyto základní otázky se pokusím odpovědět v této části diplomové práce. V zásadě existují tři základní metody pro analyzování a výběr akciových instrumentů:

- fundamentální akciová analýza,
- technická akciová analýza,
- psychologická analýza.

Kdy je akcie cenově výhodná? Klesl již kurs akcie tak hluboko, že akcie je na trhu podhodnocená, nebo je kurs na trhu ještě nadhodnocen? Právě na zodpovězení těchto otázek je založena fundamentální analýza. Naopak techničtí analytici se omezují na odhalení vzestupného či sestupného akciového trendu. Zastánci psychologické strategie odmítají postuláty jak technické, tak fundamentální analýzy a raději se snaží analyzovat především chování investičního publika.

3.1 CHARAKTERISTIKA FUNDAMENTÁLNÍ AKCIOVÉ ANALÝZY

Primárním motivem nákupu akcií je dosažení kapitálového zisku. Tohoto cíle se snaží analytici dosáhnout tím, že hledají na akciovém trhu podhodnocené akcie. Fundamentální analytik při určování hodnoty společnosti prognózuje vývoj ekonomiky, odvětví a jednotlivých firem. Fundamentální akciová analýza se zaměřuje na zkoumání kursotvorných faktorů na třech úrovních:

- globální fundamentální analýza³,
- odvětvovou fundamentální analýzu⁴,
- firemní fundamentální analýzu⁵.

Ceny akcií jsou nejen ovlivňovány podnikovými faktory, ale také faktory makroekonomickými a odvětvovými. Pokud vyjdeme z klasické studie Kinga (1996)⁶, můžeme uvést, že nejvýznamnější skupinou faktorů, které ovlivňují akciové kursy, jsou makroekonomické faktory, které způsobují pohyb akciových kursů z více než 50%. Ovšem akciové kursy jsou rovněž ovlivňovány faktory odvětvovými. V této souvislosti King uvádí, že akciové kursy jsou ovlivněny odvětvovými vlivy v průměru ze 13%. Celkem vzato tedy – s ohledem na Kingovu studii – zmíněné makroekonomické a odvětvové vlivy mají na svědomí více než dvě třetiny kursového kolísání. [1,3]

³ Economy (market) analysis

⁴ Industry analysis

⁵ Equity (stock) analysis

⁶ King, B.: Market and Industry Factors in Stock Price Behavior. Journal of Business, January 1996.

Fundamentální analýza má čtené stoupenec:

Například Prof. Loistl uvádí:

„Fundamentální analýzy se snaží zjistit vliv podnikových a globálních faktorů na vývoj akciových kursů a využít je pro ziskovou investorskou strategii. Oproti problémům s oceňováním poskytuje fundamentální analýza hodnotné údaje o budoucím vývoji podniku. Fundamentální ukazatelé patří k samozřejmému instrumentáriu analytiků cenných papírů v praxi. Nové výzkumy ukázaly, že vyhodnocování ročních uzávěrek nelze ničím nahradit.“

3.1.1 MAKROEKONOMICKÉ VELIČINY A AKCIOVÉ KURSY

Existují čtyři exogenní veličiny (působící zvnějšku), které výrazně ovlivňují akciové kursy:

- potencionální výstup ekonomiky (PY),
- změny peněžní nabídky ($+, -M$),
- změny ve vládních výdajích ($+, -G$),
- daně korporací (T_c).

Dvě primární veličiny ($+, -G$) a ($+, -M$) ovlivňují akciové kursy prostřednictvím dvou kanálů:

- Ovlivňují celkové výdaje (Y), které společně s daňovým zatížením firem (T_c) působí na zisky společností. Očekávané reálné zisky společností (E_{re}) jsou pozitivním faktorem pro pohyb akciových kursů.
- Ovlivňují celkové výdaje (Y), které společně s potencionálním výstupem ekonomiky (PY) způsobují změnu současné cenové hladiny ($+, -PL$). (Y) a ($+, -PL$) determinují reálný výstup ekonomiky ($+, -X$). Změny reálného výstupu a cenové hladiny vytvářejí očekávání o vývoji inflace a reálného růstu, což ovlivňuje úrokové sazby (R), které jsou v inverzním vztahu s akciovými kursy.

Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciových kursů je třeba interpretovat jako systém složený z různých cyklů. Akciové instrumenty mají v dlouhém období charakter růstových instrumentů, přičemž dlouhodobě kolísá vývoj akciových kursů kolem základního trendu. Neustálý růst základního trendu je pravděpodobně vyvolán neustálým růstem ekonomické úrovně. V dlouhém období akciové kursy kopírují vývoj ekonomické aktivity. Ekonomická prosperita podněcuje optimismus na akciových trzích, což dokazují mnohé historické zkušenosti. Naopak ekonomické recese bývají spojeny s výrazným pesimismem a negativním vývojem na akciových trzích. V poslední době sílí názory finančních ekonomů, že vazba mezi akciovými kursy a ekonomickou aktivitou se stává stále více volnější. [1]

Zdanění

Snížení zdanění korporací zvyšuje disponibilní zisky akciových společností, a tím nejen zvyšuje schopnost firem vyplácet část příjmů, ale zejména potenciál pro budoucí růst. Snížení daňového zatížení firem tedy pozitivně ovlivňuje vnitřní hodnotu akcií, a teda i tržní ceny. Investiční rozhodování investorů se neřídí pouze podle hrubých výnosových měr, ale zejména na základě čistých výnosových měr. Daňové zatížení totiž výrazně ovlivňuje skutečné nominální zhodnocení investovaného kapitálu. [1]

Deficit státního rozpočtu

Nárůst deficitu státního rozpočtu je zpravidla negativní kursotvornou informací. Rozpočtový deficit, financovaný emisí vládních cenných papírů, zvyšuje nabídku dluhových instrumentů a způsobuje růst úrokových sazeb, což negativně ovlivňuje akciové kursy.

Peněžní nabídka

Peněžní nabídka a její změny jsou považovány za jeden z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících chování akciových kursů. Proč má změna peněžní nabídky vliv na akciové kursy? Jako nejjednodušší vysvětlení se nabízí efekt likvidity. Neočekávaný růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích, což způsobuje vzestup akciových kursů. Tento mechanismus přirozeně funguje i obráceně. Tzn. neočekávaný pokles peněžní nabídky

způsobuje nedostatek peněz u ekonomických subjektů. Toto se projevuje poklesem cen akciových instrumentů. [3]

Úrokové sazby

Změny úrokových sazeb jsou považovány za důležitý kursotvorný faktor, který ovlivňuje akciové instrumenty. V zásadě platí inverzní vztah: růst úrokových sazeb ovlivňuje akciové trhy negativně a vede k poklesu kursů akcií. Naopak pokles úrokových sazeb představuje příznivou zprávu pro investory, neboť způsobuje růst akciových kursů (*ceteris paribus*). Vliv změny úrokových sazeb na akciové kursy se realizuje třemi základními kanály:

- Podle hlavního směru finanční ekonomie odrážejí akciové kursy současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů pro majitele akcie. Úroková sazba je důležitým prvkem při převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu. Zvýšení úrokové sazby vede k růstu požadované výnosové míry a ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionáře, což způsobuje pokles akciových kursů.
- Růst tržních úrokových sazeb z dluhových instrumentů způsobuje odliv peněžních prostředků z akciových trhů a příliv těchto prostředků na trhy dluhopisů, které mají vyšší výnosovou míru. Za jinak nezměněných podmínek vede růst tržních úrokových sazeb k přesunu poptávky z akciových instrumentů do dluhových instrumentů, až do okamžiku vytvoření rovnováhy ve výnosové míře na těchto dvou trzích. Tento přesun finančních prostředků je dočasně doprovázen poklesem akciových kursů.
- Úrokové sazby a jejich změny ovlivňují náklady na získávání kapitálu firem pro financování investic. Zpravidla platí, že růst reálných úrokových sazeb je spojen s poklesem míry investování, poněvadž se zvyšují náklady na jeho financování a snižuje se jeho rentabilita. Pokles investic firem je zpravidla doprovázen poklesem zisku, dividend, a přirozeně i akciových kursů. [1]

Inflace

V minulosti byly akcie považovány za instrument, který představuje dobré zajištění proti inflačnímu znehodnocení. Investoři se dopouštějí při ohodnocování akcií v inflačním období velké chyby tím, že nerozlišují změny nominální úrokové sazby a reálné úrokové sazby. Z růstu nominální úrokové sazby odvozují vyšší požadovanou výnosovou míru, což

vede k podhodnocování akciových kursů v období inflace. Finanční a peněžní ekonomové věnovali v poslední době velké úsilí zkoumání příčin vztahu mezi výnosovou mírou z akcií a inflací. Zatím jsou známy – hypotéza daňového efektu, hypotéza zprostředkovaného efektu, hypotéza zprostředkovaného efektu prostřednictvím peněžní poptávky, hypotéza zprostředkovaného efektu prostřednictvím monetizace vládního deficitu, hypotéza zprostředkovaného efektu prostřednictvím anticyklické monetární politiky a hypotéza peněžní iluze. Všechny tyto uvedené koncepce vysvětlení vlivu inflace na akciové kursy jsou v posledních letech na stránkách renomovaných časopisů velmi diskutovány. Tyto hlavní koncepce mají jedno společné: nejsou dostatečně podpořeny empirickými důkazy. Proto můžeme v budoucnosti pouze očekávat, zda se ekonomům podaří jednoznačně dokázat, proč akciové instrumenty nejsou dobrým prostředkem ochrany před inflací. [4]

Mezinárodní pohyb kapitálu

Akciové trhy ve většině vyspělých i rozvojových států jsou zcela liberalizovány pro zahraniční investory v oblasti portfoliových investic. Na většině finančních trhů neexistují žádné restriktce ani pro přímé investice. Institucionální investoři se při své investiční strategii chovají celosvětově – na globálním celosvětovém akciovém trhu vyhledávají instrumenty, které mají nejvyšší očekávaný výnos s ohledem na očekávané riziko a likviditu. Finanční prostředky se velmi rychle přesouvají na podhodnocené trhy. Naopak při vyčerpání kursového potenciálu dochází k rychlému odlivu prostředků na trhy, které se zdají být perspektivnějšími. Pohyby spekulativního zahraničního kapitálu mají obrovský vliv na volatilitu akciových kursů. Příliv zahraničního kapitálu způsobuje vzestup akciových kursů, a naopak odliv prostředků do zahraničí má zpravidla na svědomí strmý pokles akciových kursů. Při ohodnocování akciových instrumentů bychom neměli nikdy zapomínat na riziko náhlého odlivu zahraničního kapitálu. Proto bychom měli zohlednit toto nebezpečí ve vyšší rizikové prémii. [4]

Vývoj na světových akciových trzích

Na základě nejnovějších dat je patrné, že akciové kursy v New Yorku, Frankfurtu a Londýně jsou téměř perfektně cenově integrovány. Je patrné, že světové akciové trhy jsou v posledních letech mnohem více cenově provázány, než tomu bylo v předchozích dekadách, což potvrzují i další studie. [1]

Nelikvidita

Ohodnocování akciových instrumentů na méně rozvinutých finančních trzích musí rovněž zohledňovat nízký stupeň likvidity sekundárních trhů (riziko nelikvidity). Toto riziko nelikvidity se projevuje vysokými časovými a transakčními náklady při realizaci nákupních a prodejních příkazů. Nedostatečnou likviditu sekundárních trhů je nezbytné zohlednit ve vyšší rizikové prémii. [1]

Ochrana vnějších investorů

Nedostatečná ochrana práv vnějších investorů výrazně komplikuje ohodnocovací proces. Zejména na nově vznikajících finančních trzích jsou minoritní akcionáři a věřitelé vystaveni enormnímu riziku vyvlastnění ze strany majoritních akcionářů. Jestliže vnější investoři financují soukromou deficitní jednotku (firmu), pak se vystavují značnému nebezpečí, že výnos z jejich investic nebude nikdy efektivně realizován, poněvadž insideři (majoritní akcionáři a manažeři) si jej nelegálně přivlastní. Neefektivní ochrana vnějších investorů nutně zvyšuje rizikovou prémii a požadovanou výnosovou míru, což má negativní dopad na hodnotu akcií. [7]

Ekonomické a politické šoky

Jednorázové ekonomické nebo politické šoky nepříznivě ovlivňují akciové kursy. Tato skupina faktorů není kontrolovatelná managementem akciových společností, ale má výrazně negativní dopad na hodnotu majetku akcionářů. Negativní vliv na akciové kursy měly např. v letech 1970-1980 ropné šoky. Růst cen ropy byl spojen s růstem inflačního očekávání, růstem úrokových sazeb a poklesem akciových kursů. Ekonomické šoky mohou mít i jiné projevy. Může se jednat o obchodní a celní války, vznik hyperinflace, masovou nezaměstnanost nebo výrazné změny devizových kursů. S politickými šoky na akciových trzích se setkáváme velmi často. Válečné konflikty, demise vlád, volební výsledky nebo revoluce mají výrazný vliv na chování akciových kursů. Výskyt ekonomických a politických šoků zvyšuje rizikovou prémii. [1]

3.1.1 ODVĚTVOVÉ FAKTORY A AKCIOVÉ KURSY

Po zohlednění makroekonomických faktorů je třeba se soustředit na promítnutí odvětvových faktorů do ohodnocovacích modelů. Těžký průmysl, zemědělství, bankovní a pojišťovací průmysl atd. nejsou stejně citlivé na celkový vývoj ekonomiky, existuje různá míra zisku v jednotlivých segmentech ekonomiky, odvětví jsou různě regulována a existují rozdílné perspektivy dalšího rozvoje.

Jednotlivá odvětví jsou rozdílně ovlivňována hospodářským cyklem. Z hlediska citlivosti na konjunkturální vývoj rozlišujeme:

- cyklická odvětví,
- neutrální odvětví,
- anticyklická odvětví.

Cyklická odvětví

Vykazují velmi vysoké kursové vzestupy v období expanze, a naopak výrazně klesají v období recese. Cyklické akciové společnosti víceméně mírně předbíhají reálný vývoj ekonomiky. Důvodem mírného předbíhání hospodářského cyklu je skutečnost, že tato odvětví vykazují cyklické kolísání ziskových ukazatelů. Kupující může nákup určitých statků nebo služeb odložit a realizovat je za zlepšené důchodové situace. Firmy z cyklických odvětví tak ztrácejí v období recese velmi rychle svůj odbyt, což má negativní dopad na jejich zisk a tržní cenu akcií. Příkladem cyklického odvětví jsou stavební průmysl, průmysl dlouhodobých spotřebních statků nebo automobilový průmysl. Především automobilový průmysl je velmi citlivý na vývoj hospodářského cyklu.

Neutrální odvětví

Ne všechna odvětví mají úzký vztah k hospodářskému cyklu. Jedná se především o odvětví nezbytných statků (potravinářský průmysl, farmaceutický průmysl) a o odvětví vyrábějící produkty s nízkou cenovou elasticitou (cigarety, alkohol, noviny a časopisy). Tato odvětví nejsou příliš ovlivněna hospodářským cyklem.

Anticyklická odvětví

Vykazují velmi dobré výsledky v období recese. V posledním období byly za anticyklické považovány firmy, které provozovaly kabelové televize, poněvadž tento typ „zábavy“ sloužil jako náhrada za dražší formy zábavy a odpočinku (jako např. turistika).

V neposlední řadě je třeba v oblasti ohodnocování akciových instrumentů zohlednit životní odvětvový cyklus. Zdá se, že chování akcií je značně ovlivňováno odvětvovým životním cyklem⁷. Rozlišujeme tyto etapy odvětvového životního cyklu:

- pionýrská etapa,
- etapa rozvoje,
- etapa stabilizace. [1]

V pionýrské etapě dochází k prudkému vzestupu poptávky po výstupu odvětví, což umožňuje dosahovat velmi vysoký dodatečný zisk. Ziskové příležitosti však způsobují příliv nových subjektů do odvětví. V odvětví se velmi rychle mění relativní postavení jednotlivých firem, značně kolísají jejich zisky a akciové kursy vykazují abnormálně vysokou volatilitu.

V etapě rozvoje se již setkáváme pouze s firmami, které přežily pionýrskou etapu. Odvětví se stabilizuje, jednotlivé akciové společnosti se stávají silnější, a to jak podílem na celkovém výstupu odvětví, tak i na finančních zdrojích. Jednotlivé akcie firem již nevykazují tak enormní volatilitu, poněvadž výrazně klesá fluktuace zisku jednotlivých společností.

V etapě stabilizace získávají dominantní postavení zavedené společnosti, čímž jsou jejich zisky vysoce stabilní, a to se rovněž odráží v nízké volatilitě cen jejich akcií. Postupně však odvětví ztrácí schopnost dalšího růstu a dochází ke „skrytému zastarávání“. Na tuto skutečnost reagují akciové kursy výrazným poklesem. Odvětví může stagnovat pouze dočasně před zahájením nové pionýrské etapy.

⁷ Za tvůrce teorie odvětvového životního cyklu je považován Julius Grodinsky.

Při posuzování budoucího trendu individuální akcie je důležitější prognózovat trend její odvětvové skupiny, než prognózovat trend celkového trhu. Nesprávné zohlednění odvětvové růstové míry vede ke špatnému ohodnocení akciových instrumentů. Značným problémem je však obtížná předvídatelnost budoucího vývoje. Zohlednění odpovídajícího životního cyklu jej jedním z klíčových předpokladů správného ohodnocovacího přístupu akciových instrumentů. [3]

3.1.3 PODNIKOVÉ FAKTORY A AKCIOVÉ KURSY

Nejdůležitějším podnikovým kursotvorným faktorem je zisk. Ostatní faktory (investiční politika, finanční politika, dividendová politika, management, tržby, výzkum, atd.) jsou dílčími faktory. Akciové kursy jsou značně citlivé na vývoj ziskové síly společnosti. Jaký zisk však ovlivňuje tržní cenu akcií? Účetní, nebo ekonomický zisk? Skutečný (historický), nebo očekávaný zisk? Očekávaný, nebo neočekávaný?

Účetní zisk akciové společnosti můžeme získat z výkazů zisků a ztrát akciové společnosti, jenž znázorňuje ziskovou schopnost za určité finanční období. Výkaz zisků a ztrát bývá považován za velmi užitečný informační zdroj, poněvadž umožňuje stanovit rentabilitu akciové společnosti. Finanční analýza akciové společnosti z hlediska akciového investora je zaměřena především na ukazatele ziskovosti, protože ukazují na schopnost akciové společnosti vydělat adekvátní zisk z tržeb, aktiv i z investovaného kapitálu. Rentabilita vlastního jmění je jedním ze základních faktorů, který determinuje růst dividend akciové společnosti. Zdá se však, že akciové kursy nejsou ovlivňovány účetními zisky, ale zisky ekonomickými.

Úspěšnost účetní ziskové analýzy je do určité míry závislá na tom, jak se vyrovnáme s nedostatky účetních principů. Negativní vliv na vypovídací schopnost účetních zisků mají inflace, metody ohodnocování aktiv, mimořádné zisky a ztráty a různé metody účetnictví v jednotlivých státech. Problémem je rovněž skutečnost, že management se snaží používat účetnictví k umělému zlepšování hospodářských výsledků. Management vyvíjí často tlak na účetní, aby byly používány takové metody, které umožní sledovat

určité cíle manažerů (např. maximalizace zisků, optimalizace daňové pozice, vyhlazování zisků).

Finanční analýza finančních výkazů akciové společnosti slouží investorům jako určitý záchytný bod při analýze ziskové síly. Akciové kursy příliš nezajímá minulost, ale tržní kursy akcií jsou především determinovány očekávaným vývojem zisků společností. Obecně nízká vypovídací schopnost minulého zisku pro prognózování očekávaného zisku je pravděpodobně determinována několika faktory:

- Variabilita míry růstu zisku. Neužitečnost minulého zisku pro prognózování budoucího zisku je v inverzním vztahu s variabilitou míry růstu zisku. Pokud je vysoká volatilita historických měr růstu zisku, pak i investoři musí být velmi obezřetní při prognózování budoucích zisků z minulých dat.
- Cyklický vývoj ekonomiky. Zisky akcií cyklických sektorů jsou značně ovlivňovány jednotlivými fázemi hospodářského cyklu.
- Změna obchodních politik akciových společností. Pokud akciové společnosti v jednotlivých periodách používají rozdílné modely investiční, kapitálové nebo dividendové politiky, pak také dosažené zisky z těchto period jsou obtížně použitelné pro prognózování budoucích zisků.
- Kvalita zveřejněného zisku. Zveřejněný zisk v rámci liberálního účetního systému je méně spolehlivý ve srovnání s konzervativním účetním systémem.

Očekávaný zisk je informací, která je však zpravidla již absorbována akciovým trhem. Proto odezva na tuto informaci je neutrální. Naopak neočekávaný zisk je novou kursotvornou informací, což vyžaduje přizpůsobení akciového kursu. Toto přizpůsobení na neočekávaný zisk však vykazuje poměrně dlouhé zpoždění.

Akciové kursy tedy nejsou ovlivňovány pouze očekávanou mírou růstu zisku, ale také ziskovým překvapením (rozdílem mezi trhem očekávaným ziskem a ziskem skutečným). Jestliže trhem očekávaný zisk je nižší než zisk skutečný, dochází k pozitivnímu ziskovému překvapení, které je doprovázeno nárůstem akciových kursů. Naopak pokud trhem očekávaný zisk je vyšší než zisk skutečný, hovoříme o negativním ziskovém překvapení, způsobujícím pokles akciových kursů. [1]

3.1.4 VNITŘNÍ HODNOTA AKCIE A JEJÍ KVANTIFIKACE

Fundamentální analýza vychází z toho, že akcie má svoji vnitřní hodnotu, kterou lze stanovit. Akciový kurs pak neustále osciluje kolem vnitřní hodnoty. Ve velmi krátkém období je více méně vnitřní hodnota konstantní. Příisun nových kursotvorných informací přirozeně posouvá vnitřní hodnotu na novou úroveň. Analytici porovnávají zjištěnou vnitřní hodnotu akcie s aktuálním tržním kursem. Je-li vnitřní hodnota vyšší než tržní kurs, pak je akcie na trhu podhodnocena a lze očekávat vzestup kursu. Naopak pokud je tržní kurs vyšší než vnitřní hodnota, pak je akcie na trhu nadhodnocena a lze předpokládat pokles akciového kursu. [3]

3.1.4.1 FINANČNÍ VÝKAZY

Základem pro stanovení vnitřní hodnoty akcie jsou data o společnosti obsažená v jejích finančních výkazech. Finanční výkazy dávají obrázek o stavu společnosti a výsledcích její podnikatelské činnosti. Každý člověk, který přijde do kontaktu s investicemi do akcií, by se měl ve finančních výkazech vyznat a měl by s nimi umět pracovat. Problematika účetnictví, finančních výkazů a jejich interpretace je velmi rozsáhlá. Existují tři základní finanční výkazy (financial statements). Rozvaha (balance sheet), výkaz zisku a ztráty (income statement) a výkaz toků hotovosti (statement of cash flow).

3.1.4.1.1 ROZVAHA

Rozvaha obsahuje soupis veškerých aktiv a pasiv společnosti a dále údaje o vlastním kapitálu společnosti k určitému datu, zpravidla ke konci měsíce nebo roku. Rozvaha je něco jako finanční fotka společnosti. Je to jediný typ finančního výkazu, který uvádí přehled aktiv a pasiv. Mezi aktivy a pasivy a vlastním kapitálem musí platit rovnice

$$\text{Aktiva} = \text{Pasiva} + \text{Vlastní kapitál}$$

Tyto dvě strany rozvahy musí být vždy v rovnováze. Odtud i anglický název rozvahy Balance sheet. Tato rovnováha musí platit vždy, a proto každá transakce, která změni hodnotu aktiv, musí současně změnit i hodnotu pasiv a vlastního kapitálu, případně obojího. Aktiva se obvykle řadí v rozvaze podle jejich likvidity. Rozvaha dává jasný přehled o tom, co společnost vlastní, co dluží a co je kapitál akcionářů.

3.1.4.1.2 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Výkaz zisku a ztráty nebo-li výsledovka prezentuje přehled o výnosech a nákladech společnosti za určité období, například měsíc nebo rok. Obsahuje nejdůležitější část informace – čistý zisk společnosti (výsledek hospodaření). Výkaz zisku a ztráty je sestaven logicky, aby bylo možno vysledovat vliv jednotlivých činností na zisk společnosti. Začíná vždy tržbami, od nich se pak postupně odečítají položky jako provozní náklady, úrokové náklady, daně a jednorázové nebo nepravidelné náklady, až se dojde k čistému zisku. Výkaz zisku a ztráty veřejně obchodovaných společností ještě zpravidla uvádí údaje o zisku připadajícího na jednu akcii a o dividendách. Zatímco rozvaha dává obrázek o finančním zdraví společnosti, výkaz zisku a ztráty ukazuje její ziskovost.

3.1.4.1.3 VÝKAZ TOKŮ HOTOVOSTI (CASH FLOW)

Výkaz toků hotovosti (cash flow) informuje o hotovostních příjmech a výdajích klasifikovaných podle tří hlavních aktivit společnosti. Provozu, investic a financování. Výkaz uvádí čistý přírůstek nebo úbytek hotovosti pro každou oblast zvlášť i dohromady. Výkaz toků hotovosti má pomoci předpovědět budoucí toky hotovosti, zhodnotit výsledky rozhodování managementu, určit schopnost společnosti platit dividendy akcionářům a úroky a dluhy věřitelům a ukázat vztah mezi čistým ziskem a změnami ve stavu hotovosti.

3.1.4.1.4 TRENDY VE FINANČNÍCH VÝKAZECH

Finanční výkazy dávají velmi důležitý a ucelený přehled o výsledcích podnikatelských aktivit společnosti a o jejím stavu. Všechny se však vztahují jen k poslednímu účetnímu období, například k poslednímu roku. Jeden rok je poměrně krátké

období a finanční výkazy vztahující se k jednomu roku poskytují údaje právě jen o tom jednom roce. Stejně tak je tomu u finančních výkazů. Musíme porovnat finanční výkazy v dlouhé časové řadě. Alespoň pěti, v ideálním případě deseti let. Takovému postupu se říká horizontální analýza. Jejím cílem je vysledovat trendy ve vývoji podnikání společnosti. Zajímá nás, jak je společnost dlouhodobě stabilní, zda klíčové ukazatele jako tržby, zisk, dluh, likvidita, vlastní kapitál nebo dividendy v čase rostou nebo klesají, zda je jejich vývoj pravidelný nebo volatilní, zda je roční zisk pravidlem či výjimkou, apod. Dlouhá časová řada nám říká hodně o tom, jak je společnost řízena i o tom, jaké riziko je implicitně obsaženo v jejím podnikání a poskytuje jakýsi základ pro projekce budoucích hospodářských výsledků. To vše se pak odráží ve výpočtech a odhadech vnitřní hodnoty společnosti. Při práci s trendy je potřeba si klást vždy dvě otázky. Jak moc je pravděpodobné, že historický trend bude pokračovat i v budoucnosti a jakou cenu je rozumné zaplatit za předpokladu, že trend skutečně bude i nadále pokračovat? [6]

Na jedné straně sice neexistují lepší podklady o společnosti než její finanční výkazy, na druhé straně je ale potřeba mít na paměti, že žádné finanční výkazy nejsou stoprocentně spolehlivé a přesné. Nepřesnost a nespolehlivost pramení ze tří zdrojů. [6]

Za prvé, z vědomého falšování čísel (viz Enron, Worldcom, Parmalat či Hold v posledních letech). Za druhé, z legálních, avšak zavádějících účetních praktik. Za třetí, z nedokonalosti samotného účetního systému. Navzájem se od sebe liší mimo jiné pravděpodobností výskytu a vahou potenciálního dopadu na vnitřní hodnotu akcie. Naštěstí se však jedná spíše o vzácné výjimky než o pravidelný jev. Legální, ale zavádějící účetní praktiky jsou naopak poměrně běžné. Jejich dopad na zkreslení skutečnosti může být velmi různý. Řada z nich se dá odhalit studiem finančních výkazů, jejich horizontální analýzou.

Jak se tomu všemu bránit? Obrana existuje dvojitě. Za prvé, dobrá znalost účetních pravidel a umění interpretovat finanční výkazy spolu s jejich studiem poskytují dobrý základ. Za druhé, onen zmiňovaný bezpečnostní polštář, tedy rozdíl mezi cenou a vnitřní hodnotou akcie funguje i zde jako hlavní prvek ochrany. Při stanovení vnitřní hodnoty akcie se vychází zejména z finančních údajů společnosti. Bezpečnostní polštář pak

poskytuje rezervu nejen pro špatný subjektivní úsudek, ale i pro objektivně nízkou kvalitu dat. Čím větší bezpečnostní polštář, tím větší ochrana.

3.1.4.1.5 ZÁKLADNÍ POMĚROVÉ UKAZATELE

Pro lepší a přehlednější obrázek o společnosti a pro srovnání s jinými společnostmi se z finančních výkazů vypočítávají určité poměrové ukazatele. Ty hlavní z nich teď uvedu ve stručném přehledu.

Zisk na akcii (Earnings per share, EPS)

Je možná nejčastěji uváděným ukazatelem a je jediným ukazatelem, který se musí objevit ve výkazu zisku a ztráty. EPS je čistý zisk (výsledek hospodaření) společnosti připadající na jednu akcii. Vypočte se vydělením čistého zisku společnosti připadajícího na běžné akcie počtem vydaných běžných akcií v témže roce.

Návratnost vlastního kapitálu (Return on equity, ROE)

Ukazuje vztah mezi čistým ziskem a vlastním kapitálem. Dělelcem je čistý zisk minus dividendy k preferenčním akciím a dělitelem je vlastní kapitál společnosti.

Cena k zisku na akcii (Price to earnings ratio, PE)

Získá se jako poměr ceny akcie k zisku na akcii (EPS). Říká, jaký násobek zisku společnosti platíme v ceně její akcie.

Cena k účetní hodnotě (Price to book ratio, PB)

Získá se jako poměr ceny akcie k účetní hodnotě na akcii. Říká, jaký násobek vlastního kapitálu společnosti platíme v ceně její akcie.

Cena k tržbám (Price to sales ratio, PS)

Získá se jako poměr ceny akcie k tržbám společnosti připadajícím na jednu akcii.

Dividendový výnos (Dividend yield, DY)

Ukazuje poměr dividendy vyplácené na jednu akcii k její ceně. Tento ukazatel ukazuje tu část tržní hodnoty, která se vrací zpět ve formě dividend.

Finanční poměrových ukazatelů existuje celá řada, výše uvedené jsou však ty základní. Nelze říci, který ukazatel je nejdůležitější. Pro kvalitní investici by měly všechny základní ukazatele samostatně i v kombinaci vyhovět určitým kritériím. [6]

3.1.4.2 STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY

Modelů pro stanovení vnitřní hodnoty akcie existuje poměrně mnoho. Problémem není ani tak nedostatek modelů jako jejich správná volba a použití. Paradoxně různé modely aplikovány na tutéž akcii dávají různé vnitřní hodnoty. Nad tím je potřeba se trochu pozastavit, protože to je poměrně závažné tvrzení. V oblasti přírodních věd by něco takového bylo velmi vzácné. Jestliže mají dva modely popsat tentýž jev, který objektivně existuje nezávisle na použitých modelech, pak by použité modely, pokud mají být správné, měly dávat minimálně srovnatelné výsledky. Ekonomie a finance však patří spíše do oblasti společenských věd a používané modely mají v sobě vždy velkou dávku subjektivity vnesené do nich uživatelem modelu. Při oceňování akcií a při výpočtu jejich vnitřních hodnot si vždy musíme připomínat, že vypočtená hodnota není objektivní a přesná. Dva různí analyticky dojdou zpravidla k různým vnitřním hodnotám stejné akcie, protože každý z nich v modelu použil jiné předpoklady a ty, jak později uvidíme, mají rozhodující dopad na výsledek. Vnitřní hodnota také není pevná, ale mění se v čase. Z těchto všech důvodů je její výpočet jen přibližný. Nicméně i přes tyto všechny výhrady se musíme s výpočtem vnitřní hodnoty nějak vyrovnat, neboť její alespoň přibližnou znalost potřebujeme k tomu, abychom ji porovnali s cenou akcie a zjistili, zda mezi těmito dvěma hodnotami leží dostatečně veliký bezpečnostní polštář. [3,6]

Základní teoretické metody používané v moderní finanční ekonomii:

- dividendové diskontní modely,
- kombinace ziskového a dividendového modelu,
- ziskové modely,

- model cash flow,
- bilanční modely,
- model tržeb,
- model kontingentních nároků,
- historický model.

Modelů pro výpočet vnitřní hodnoty existuje nejméně dvacet, ty hlavní a nejpoužívanější v současné době investičními fondy a institucionálními investory se dají rozdělit do dvou skupin. První skupinu tvoří modely založené na diskontovaném cash flow (DCF, tzn. na výpočtu současné hodnoty budoucích hotovostních toků), druhou skupinu tvoří modely založené na relativním srovnání.

3.1.4.2.1 MODEL Y OPERUJÍCÍ S CASH FLOW

Modely spadající do této skupiny mají společné to, že se v nich investor snaží předpovědět budoucí toky hotovostí přicházející k investorovi díky vlastnictví akcie a ty pak diskontujeme určitou úrokovou sazbou tak, abychom dostali jejich současnou hodnotu. Modely se mezi sebou liší tím, co se považuje za budoucí toky hotovosti a jaké předpoklady o jejich vývoji použijeme a dále tím, jakou použijeme diskontní sazbu. Dnešní moderní analytici rozlišují tři modely a to takzvaný *Volný tok hotovosti k vlastnímu kapitálu* (Free-Cash-Flow-to-Equity, FCFE), *Volný tok hotovosti ke společnosti* (Free-Cash-Flow-to-Firm, FCFF) a *Upravené současné hodnoty veličiny Free-Cash-Flow* (Adjusted Present Value, APV). Nyní si podrobněji rozebereme uvedené modely. Uvedeme si jejich výpočet a použití v praxi investičními analytiky. [1,3]

3.1.4.2.1.1 MODEL FREE-CASH-FLOW-TO-EQUITY

Model Free-Cash-Flow-to-Equity stanovuje vnitřní hodnotu akcie s využitím údajů o volných peněžních prostředcích, které společnosti, resp. Akcionářům zůstanou z čistého zisku po úhradě úrokových nákladů, splátek úvěrů, jistin a kupónových úrokových plateb z ohodnocovanou společností emitovaných dluhopisů a po úhradě investičních výdajů,

kterých je třeba pro udržení stávající hodnoty aktiv společnosti a pro pořízení nových aktiv, jejichž nákup si budoucí růst společnosti vyžaduje.

Je-li tedy čistý zisk společnosti snížen o uvedené závazky společnosti a zvýšen o odpisy a poskytnuté cizí zdroje, výsledkem je veličina Free-Cash-Flow-to-Equity (FCFE), která představuje hodnotu volných peněžních prostředků ve společnosti, jež jsou k dispozici vlastníkům společnosti, tedy akcionářům, kteří rozhodnou o jejich dalším využití.

Přesný výpočet veličiny Free-Cash-Flow-to-Equity je možné vyjádřit následujícím způsobem:

$$\begin{aligned} \text{Free-Cash-Flow-to-Equity(FCFE)} &= \text{Čistý zisk}^8 \\ &+ \text{Odpisy} \\ &- \text{Investiční výdaje}^9 \\ &- \text{Změna v pracovním kapitálu}^{10} \\ &- \text{Splátky dluhů}^{11} \\ &+ \text{Nové emise dluhových instrumentů,} \\ &\quad (\text{popř. nové úvěry}). \end{aligned}$$

Všeobecně je možné vytvořit několik verzí modelu Free-Cash-Flow-to-Equity v závislosti na předpokládaném vývoji ohodnocované společnosti, resp. v závislosti na jejím očekávaném růstu. Zcela zřejmá je zde analogie s dividendovými diskontními modely a metodami od nich odvozenými. Rozdíl spočívá pouze v tom, že namísto dividend je zde operováno s veličinou FCFEE, která se od hodnoty dividend zpravidla liší.

⁸ Jako východisko pro kalkulaci veličiny FCFE slouží zpravidla čistý zisk z provozní činnosti společnosti.

⁹ Zde se mají na mysli výdaje na znovuoobnovení hmotného investičního majetku, popř. výdaje na jeho pořízení. Většinou uváděny v účetních výkazech jako CAPEX.

¹⁰ Pracovní kapitál lze chápat jako součet oběžných aktiv společnosti v podobě zásob, pohledávek a finančního majetku minus krátkodobé závazky společnosti (viz M. Mařík: Určování hodnoty firem, 1998, str.46).

¹¹ Jedná se o plnění všech povinností společnosti vyplývajících z emise vlastních dluhopisů, tj. o splátky jejich nominálních hodnot a kupónových plateb nebo o splátky poskytnutých úvěrů včetně úroků.

Nejjednodušší verzí modelu Free-Cash-Flow-to-Equity je jednostupňový FCFE model s konstantním růstem, který je vhodným nástrojem pro ohodnocení akcie stabilní firmy, tj. firmy, u níž se do budoucna předpokládá neměnná normální, průměrná či lehce podprůměrná míra růstu veličiny FCFE. Velmi často se jedná o firmy v poslední fázi životního cyklu. Matematicky lze výpočet vnitřní hodnoty akcie na bázi jednostupňového FCFE modelu s konstantním růstem zapsat takto:

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

kde V_0 je běžná vnitřní hodnota akcie,

$FCFE_1$ je očekávaná hodnota veličiny Free-Cash-Flow-to-Equity v příštím roce,

$FCFE_0$ je běžná hodnota veličiny Free-Cash-Flow-to-Equity v běžném roce,

k je požadovaná výnosová míra z akcie a

g_{FCFE} je míra růstu veličiny Free-Cash-Flow-to-Equity.

Jako typické charakteristiky stabilních firem, pro které je vhodné použít jednostupňový FCFE model s konstantním růstem, je možné uvést především tyto rysy:

- 1) Míra růstu veličiny FCFE těchto firem by se měla pohybovat zhruba na úrovni nominální míry růstu ekonomiky, ve které daná firma operuje. Tuto míru růstu ekonomiky by neměla přesahovat o více než 1-2 procentní body.
- 2) Investiční výdaje, které tyto firmy vynakládají, by neměly být příliš vysoké v poměru k odpisům. Hodnoty obou veličin by se měly sobě spíše blížit.
- 3) Úroveň systematického rizika by měla být zhruba průměrná, což jinými slovy znamená, že systematické riziko dané firmy by mělo přibližně odpovídat systematickému riziku tržního portfolia. Hodnota beta faktoru takovéto firmy jakožto míry systematického rizika by se tedy neměla signifikantně odchylovat od hodnoty 1. [1,3]

3.1.4.2.1.2 MODEL FREE-CASH-FLOW-TO-FIRM

Veličina Free-Cash-Flow-to-Firm, s níž model Free-Cash-Flow-to-Firm výlučně operuje, představuje souhrn volných peněžních prostředků, na které si činí nárok nejen

akcionáři (vlastníci), ale také majitelé dluhopisů emitovaných firmou, věřitelé nebo vlastníci prioritních akcií. Model Free-Cash-Flow-to-Firm při stanovení vnitřní hodnoty akcií totiž vychází z hodnoty volných peněžních prostředků akcionářů ještě před placením závazků vyplývajících z použití cizích zdrojů ve firmě a z hodnoty volných peněžních prostředků akcionářů ještě před získáním dalších cizích zdrojů.

Postup výpočtu veličiny Free-Cash-Flow-to-Firm je možné vyjádřit tímto způsobem:

1. postup:

Free-Cash-Flow-to-Firm (FCFF) = FCFE

- + Placené úroky (1 - daňová sazba)***
- Splátky dluhů***
- Nové emise dluhových instrumentů,
(popř. nové úvěry)***
- + Dividendy vyplacené z prioritních akcií.***

Nebo alternativně takto:

2. postup:

Free-Cash-Flow-to-Firm (FCFF) = EBIT (1 - daňová sazba)

- + Odpisy***
- Investiční výdaje***
- Změna pracovního kapitálu.***

Rozdíl mezi veličinami FCFF a FCFE je dán (opomeneme-li dividendy z prioritních akcií) peněžními prostředky, které jsou pro firmu cizími zdroji financování. Jedná se zejména o splátky úroků, úvěrů, emitovaných dluhopisů. Je-li tedy ohodnocována firma, která k financování svého investičního a oběžného majetku používá kromě vlastních také cizích zdrojů, lze očekávat, že veličina FCFF bude převyšovat veličinu FCFE.

Vzhledem k tomu, že se i v případě modelu FCFF jedná o model důsledně respektující časovou hodnotu peněz, základní princip stanovení vnitřní hodnoty akcie bude obdobný jako u ostatních modelů zohledňujících časovou hodnotu peněz. Budoucí peněžní toky na akcii, zde zastoupené veličinou FCFF na akcii, budou převáděny na svou současnou hodnotu.

Model FCFF je uváděn ve dvou verzích podle toho, jaký vzor pro pohyb míry růstu veličiny FCFF je do budoucna uvažován. Jednodušší z obou zmiňovaných verzí FCFF modelu je jednostupňový FCFF model s konstantním růstem, jenž je analogií Gordonova modelu pro stanovení vnitřní hodnoty na bázi dividend.

Jednostupňový FCFF model s konstantním růstem bývá rovněž nazýván modelem FCFF pro stabilní firmy. Je zřejmé, že toto jeho označení je odvozeno od specifické skupiny firem, které představují vhodné kandidáty pro aplikaci daného modelu. Velmi často se jedná o firmy v poslední, 4. fázi svého životního cyklu. Aplikace jednostupňového FCFF modelu se však za určitých podmínek může jevit vhodnou také pro firmy, jejichž fundamentální charakteristiky a veličiny nevykazují výraznější kolísání, třebaže se tyto firmy nenacházejí v konečné fázi svého životního cyklu. V této souvislosti se může jednat o regulované firmy, firmy z monopolního odvětví nebo o firmy neutrální ve vztahu k hospodářskému cyklu. Ať již se jedná o jakýkoliv typ firmy, jejich společným rysem, má-li pro ně být právě jednostupňová verze FCFF modelu vhodnou ohodnocovací metodou, musí být předpoklad, že se míra růstu jejich veličiny FCFF do budoucna nebude příliš měnit, přičemž v současné době není nadprůměrně vysoká.

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

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g_{FCFF}} = \frac{FCFF_0 (1 + g_{FCFF})}{WACC - g_{FCFF}} \quad (2)$$

kde V_0 je běžná (aktuální) vnitřní hodnota akcie,

$FCFF_1$ je očekávaná hodnota veličiny Free-Cash-Flow-to-Firm v příštím roce (období) držby akcie,

$FCFF_0$ je běžná hodnota veličiny Free-Cash-Flow-to-Firm v běžném roce (období) držby akcie,

g_{FCFF} je míra růstu veličiny Free-Cash-Flow-to-Firm, která je uvažována jako konstantní a WACC je veličina průměrných vážených nákladů kapitálu.

Za jinou situaci, kdy může právě FCFF model vyřešit závažné problémy v procesu ohodnocování je považována situace, kdy není z důvodu její záporné hodnoty smysluplné použít ke stanovení vnitřní hodnoty akcií veličinu FCFE. Podle Aswatha Damodarana je dokonce občasný výskyt negativní hodnoty veličiny FCFE jedním z primárních problémů „speciálně pro cyklické a vysoce zadlužené firmy. Protože je FCFF kalkulován ještě před splátkami dluhů, je velmi málo pravděpodobné, že bude negativní a vytvoří tak problém při ohodnocování“¹².

Zdá se tedy, s ohledem na to, co bylo řečeno o použitelnosti FCFF modelu, že uvedená metoda může představovat spolehlivou zbraň analytika pro ohodnocení akcie, která mu umožní vypořádat se s některými technickými problémy při kalkulacích vnitřních hodnot akcií (jako např. uvedené negativní FCFE nebo nevyplácení dividend) a zároveň v těchto výpočtech zohlednit úroveň zadlužení společnosti, popř. i další rizikové faktory, což lze vysoce oceňovat zejména v podmínkách ČR.

Výše prezentované verze modelů operujících s cash flow nabízejí analytikům v nestandardních podmínkách ČR cennou alternativní metodu ohodnocení, a to zejména v případech, kdy selhávají či kdy je výrazně omezena aplikace dividendových diskontních modelů a modelů založených na ukazatelích P/E, P/BV nebo P/S ratio. Přestože, jak bylo výše zmíněno, FCFE model a FCFF model jsou schopny vyřešit celou řadu problémů, které se při ohodnocení firem mohou objevit, neznamená to, že by se žádné problémy při praktické aplikaci obou modelů s cash flow nevyskytovaly.

¹² A. Damodaran: Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 1994, str. 150.

Rozhodnou-li se analytici využít k ohodnocení akcie modelu FCFE nebo modelu FCFF musí čelit zejména těmto problémům:

- jak stanovit adekvátní míru růstu FCFE nebo FCFF, pokud obě veličiny vykazují extrémní kolísavost?
- jak co nejpřesněji určit veličinu požadované výnosové míry pro model FCFE nebo veličinu průměrných vážených nákladů kapitálu pro model FCFF?
- jak zacházet se zisky z finanční činnosti a mimořádné činnosti, jedná-li se o nezanedbatelné položky?
- na základě čeho prognózovat délku jednotlivých fází a míry růstu pro víceetapňové verze FCFE a FCFF modelů?
- do jaké míry je možné spolehnout se na výsledky produkované modely FCFE a FCFF, jsou-li jejich vstupy výsledkem několika odhadů? [1,3]

3.1.4.2.1.2 MODEL UPRAVENÉ SOUČASNÉ HODNOTY VELIČINY

FREE-CASH-FLOW (MODEL APV)

Model upravené současné hodnoty veličiny Free-Cash-Flow primárně stanovuje hodnotu firmy za předpokladu, že je její činnost financována pouze z vlastních zdrojů. Daňové výhody plynoucí z použití cizího kapitálu jsou ohodnocovány separátně až ve druhém kroku celého procesu ohodnocení. Hodnota výhod plynoucích z použití cizího kapitálu při financování činnosti firmy je k hodnotě firmy financované pouze vlastními zdroji přidávána.

Pro úpravu budoucích peněžních toků plynoucích z použití vlastního kapitálu a budoucích peněžních toků plynoucích z použití cizího kapitálu na současnou hodnotu jsou používány rozdílné úrokové míry. Pro diskontování cash flow nezadlužené firmy se používá nižší úroková míra, zatímco pro diskontování cash flow plynoucího z použití cizího kapitálu úroková míra vyšší, obsahující finanční riziko. Je logické, že s růstem hodnoty používaného cizího kapitálu finanční riziko roste a s ním roste i úroveň použité úrokové míry.

Rozhodne-li se analytik pro aplikaci modelu upravené současné hodnoty volného cash flow (APV modelu), v prvním kroku ohodnocení je třeba stanovit současnou hodnotu očekávaného volného cash flow (Free Cash Flow) nezadlužené firmy. Jako východisko pro stanovení očekávaného volného cash flow nezadlužené firmy může posloužit veličina FCFF druhým uvedeným postupem. Jinými slovy řečeno, východiskem by měl být zisk firmy po zdanění, zvýšený o hodnotu odpisů očekávanou v příštím roce, protože odpisy představují další volné prostředky, která má firma k dispozici, a snížený o hodnotu očekávaných investičních výdajů a očekávané změny v pracovním kapitálu firmy. Nutno upozornit na fakt, že s úrokovými náklady není při úpravách zisku pro účely modelu APV v prvním kroku operováno, neboť, jak již bylo zmíněno, v prvním kroku při aplikaci modelu APV je uvažována nezadlužená firma, jež je financována pouze vlastním kapitálem.

Pro kalkulaci současné hodnoty očekávaného volného cash flow nezadlužené firmy je možné využít např. modifikace Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu upraveného pro veličinu očekávaného volného cash flow. Typickým znakem tohoto modelu je, že operuje pouze s jedinou měrou růstu, v tomto případě s jedinou měrou růstu očekávaného volného cash flow. Matematicky lze tedy výpočet současné hodnoty očekávaného volného cash flow zapsat takto:

$$PVFCF_0 = \frac{FCF_1}{k_{EQ} - g_{FCF}} \quad (3)$$

kde $PVFCF_0$ je současná hodnota očekávaného volného cash flow,
 FCF_1 je očekávaná hodnota volného cash flow v příštím roce,
 k_{EQ} je požadovaná výnosová míra z akcií nezadlužené firmy a
 g_{FCF} je míra růstu očekávaného volného cash flow.

Veličinu požadované výnosové míry pro nezadluženou firmu může analytik stanovit odhadem nebo může k její kalkulaci využít následující postup:

$$\text{Beta}_{\text{nezadlužen\acute{e} firmy}} = \text{Beta}_{\text{zadlužen\acute{e} firmy}} / \left[1 + (1 - t) \frac{L}{EQ} \right] \quad (4)$$

$$k_{EQ} = R_f + \text{Beta}_{\text{nezadlužen\acute{e} firmy}} (r_m - R_f) \quad (5)$$

kde $\text{Beta}_{\text{nezadlužen\acute{e} firmy}}$ je beta faktor jako míra systematického rizika pro nezadluženou firmu,
 $\text{Beta}_{\text{zadlužen\acute{e} firmy}}$ je beta faktor jako míra systematického rizika pro zadluženou firmu,
 t je daňová sazba pro danou firmu,
 L/EQ je poměr cizích zdrojů ku vlastnímu jmění firmy,
 k_{EQ} je požadovaná výnosová míra z akcií nezadlužené firmy,
 R_f je bezriziková výnosová míra,
 r_m je tržní výnosová míra, která může být zastoupena výnosovou měrou reprezentativního akciového indexu.

Ve druhém kroku je při aplikaci APV nezbytné stanovit současnou hodnotu přínosu, který firmě plyne v důsledku použití cizích zdrojů k jejímu financování. Využije-li totiž firma ke svému financování cizích zdrojů, vzniká daňový štít, jehož hodnota navyšující celkovou hodnotu firmy roste s růstem hodnoty cizích zdrojů na celkových zdrojích firmy, s růstem nákladů na cizí kapitál a s růstem daňové sazby, kterou platí firma ze svého zisku. Existence daňového štítu je podmíněna skutečností, že náklady na cizí kapitál (úrokové náklady) představují odčitatelnou položku, snižující základ daně z příjmu (zisku) firmy. Vznik, popř. růst daňového štítu je tedy pro firmu do určité úrovně pozitivní, neboť hodnota tohoto daňového štítu zůstává v důsledku toho, co již bylo uvedeno, na úrovni firmy a zvyšuje tak celkovou hodnotu firmy. Pokud by však hodnota daňového štítu překročila určitou mez, byla by jeho pozitivní hodnota snižována negativně působícím, narůstajícím finančním rizikem. Úroveň finančního rizika je možné zohlednit pomocí veličiny náklady bankrotu, kterou lze od celkové hodnoty zadlužené firmy odečíst.

Hodnotu očekávaného daňového štítu v příštím roce lze určit podle následujícího postupu:

$$TS_1 = t \times L_1 \times k_d \quad (6)$$

kde TS_1 je očekávaná hodnota daňového štítu v příštím roce,

t je daňová sazba firmy,

L_1 je hodnota cizích zdrojů použitých ve firmě v příštím roce,

k_d je úroková míra (cena) placená z cizích zdrojů neboli náklady na cizí kapitál.

K výpočtu současné hodnoty očekávaného daňového štítu je možné pro účely diskontování použít veličinu úrokových nákladů placených z cizích zdrojů (k_d), čímž by se tato veličina vyskytla jak v čitateli, tak ve jmenovateli zlomku a bylo by jí tudíž možné bez problému krátit. Nicméně úrokové náklady, tj. náklady placené z cizích, vypůjčených peněžních zdrojů se v praxi liší od úrokového výnosu, který přináší zapůjčení peněžních zdrojů. V praxi obchodních bank je rozdílem zisková marže banky. Poněvadž cílem zohlednění časové hodnoty peněz je kromě inflace vzít v úvahu také náklady obětované příležitosti, tedy tzv. „ušlé“ úroky, z analytického hlediska se jeví přesnějším pro účely diskontace použít průměrnou úrokovou míru z vkladů nabízenou bankami raději než samotné úrokové náklady placené z cizích zdrojů. Rozlišovat mezi oběma veličinami má samozřejmě smysl pouze v případě, je-li mezi jejich úrovní signifikantní rozdíl a jsou-li obě veličiny bez problémů stanovitelné a k dispozici.

Současnou hodnotu očekávaného daňového štítu s použitím průměrné úrokové míry z vkladů, vyplácené bankami, je možno určit pomocí tohoto zápisu:

$$PVTS_0 = \frac{TS_1}{k_b} \quad (7)$$

kde $PVTS_0$ je současná hodnota daňového štítu a

k_b je průměrná úroková míra z vkladů vyplácená bankami.

Výsledkem součtu veličiny současné hodnoty volného cash flow, která reprezentuje hodnotu nezadlužené firmy, a veličiny současné hodnoty daňového štítu, která zastupuje daňový přínos, jenž firmě plyne v důsledku použití cizího kapitálu, je běžná celková hodnota firmy, kterou je však třeba, má-li přesně představovat hodnotu majetku akcionářů, ještě dále upravit. Tato úprava se týká cizích zdrojů použitých ve firmě, popř. nákladů bankrotu.

$$V_{TOTAL/0} = PVFCF_0 + PVTS_0 \quad (8)$$

kde $V_{TOTAL/0}$ je běžná celková hodnota firem,
 $PVFCF_0$ je současná hodnota volného cash flow a
 $PVTS_0$ je současná hodnota daňového štítu.

Odečte-li analytik od běžné celkové hodnoty firmy hodnotu cizích zdrojů používaných v současné době ve firmě, dostane běžnou vnitřní hodnotu celé firmy, která ke svému financování používá jak vlastního, tak cizího kapitálu.

$$V_{FIRM/0} = V_{TOTAL/0} - L_0 \quad (9)$$

kde $V_{FIRM/0}$ je běžná vnitřní hodnota celé firmy používající ke svému financování nejen vlastní, ale i cizí kapitál,
 L_0 je hodnota cizích zdrojů použitých ve firmě dnes a ostatní je shodně s předchozím vymezením.

Pro stanovení vnitřní hodnoty jedné jediné akcie, jíž lze následně v procesu ohodnocování srovnávat s aktuálním tržním kurzem akcie, je nezbytné běžnou vnitřní hodnotu celé firmy ($V_{FIRM/0}$) vydělit počtem emitovaných akcií v souladu s následujícím matematickým zápisem:

$$V_0 = V_{FIRM/0} : \text{počet emitovaných akcií} \quad (10)$$

kde V_0 je běžná vnitřní hodnota akcie,
 $V_{FIRM/0}$ je běžná vnitřní hodnota celé firmy používající ke svému financování nejen vlastní, ale i cizí kapitál.

Zcela analogicky se všemi výše prezentovanými ohodnocovacími postupy i zde je pro podhodnocené akcie typické, že vypočtená vnitřní hodnota převyšuje tržní kurz akcie, zatímco u nadhodnocených akcií je vnitřní hodnota akcie nižší než její tržní kurz. Rovnost mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím tržním kurzem ukazuje na správně oceněnou akcii.

Za výhodu spojenou s aplikací modelu APV je považována skutečnost, že daný model umožňuje oddělení efektů plynoucích z použití cizích zdrojů při financování firmy a následné separátní ohodnocení firmy financované z vlastních zdrojů a důsledků použití cizích zdrojů ve firmě pomocí rozdílných úrokových měr využívaných při úpravě budoucích příjmů na hodnotu současnou. Rozdílné úrokové míry použité pro volné cash flow a pro daňový štít umožní zohlednit rozdílnou úroveň a strukturu rizika spojenou s oběma druhy příjmů.

Nejzávažnější problémy s použitím modelu APV se týkají odhadu veličin nákladů bankrotu a míry růstu, popř. poklesu cash flow. Náklady bankrotu rostou s růstem podílu cizích zdrojů na financování firmy. Dokonce dosáhne-li zadluženost firmy určité meze, mohou náklady bankrotu zcela eliminovat pozitivní vlivy vyplývající z existence daňového štítu. Zejména při ohodnocování firem operujících s vyšším podílem cizích zdrojů je tedy nezbytné s náklady bankrotu při ohodnocování kalkulovat. Nicméně není nutno připomínat, že tyto náklady bankrotu není snadné stanovit. Při jejich odhadu musí analytik respektovat kapitálovou strukturu firmy a pravděpodobnost bankrotu, která je odvislá od výše finančního rizika spjatého s danou firmou. [1,3]

3.1.4.2.2 RELATIVNÍ MODELY

Jestliže DCF modely se snaží vyčíslit absolutní hodnotu akcie, pak relativní modely se snaží o porovnání poměrových ukazatelů skupiny akcií mezi sebou navzájem. Výsledkem potom není explicitně vyjádřená vnitřní hodnota akcie, nýbrž míra relativní levnosti akcie ve srovnání s trhem, odvětvím nebo skupinou podobných akcií. Výhodou relativních modelů ve srovnání s modely DCF je jejich menší pracnost, menší nároky na projekce a předpoklady ohledně budoucnosti a možnost snadno kvantitativně třídit velké množství dat. Nevýhodou relativních modelů je to, že se nikdy nedopátráme k samotné

vnitřní hodnotě akcie. Budeme mít jen představu o tom, o kolik je naše zkoumaná akcie levnější nebo dražší než členové její srovnávací skupiny. Celá srovnávací skupina může však být výrazně nadhodnocena či podhodnocena a relativní levnosti jedné akcie ještě zdaleka nezaručuje její absolutní levnost. [6]

Poměrových ukazatelů, které se používají v relativních oceňovacích modelech, je celá řada. Nejpoužívanější českými analytiky jsou EV/EBITDA (Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation and Amortization ratio), P/E (Price to Earnings ratio) a P/BV (Price to Book Value ratio). Nyní se pojděme detailněji podívat na jednotlivé poměrové ukazatele.

EV/EBITDA

Ukazatel EV/EBITDA představuje podíl tržní hodnoty oddlužené společnosti (Enterprise Value - EV) a zisku před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA). Enterprise Value = tržní kapitalizace společnosti plus menšinový vlastní kapitál plus hodnota úročeného dluhu (krátkodobého i dlouhodobého) minus hotovost. Menšinový vlastní kapitál je kapitál, který nepatří většinovému vlastníku (mateřské společnosti), ale menšinovým vlastníkům. Obvykle se porovnává současná hodnota společnosti a očekávaná hodnota EBITDA. Obecně platí, že EV/EBITDA se nyní považuje za základní srovnávací ukazatel. Je vhodným ukazatelem především pro srovnání společností z různých zemí, protože toto srovnání je očištěno od rozdílných úrokových a daňových sazeb v jednotlivých zemích a rovněž tak od rozdílných odpisových pravidel. Pokud je EV/EBITDA nižší než průměr v odvětví, naznačuje to, že společnost je vůči konkurenci podhodnocená. Tzn. že buď podnik generuje nadprůměrný EBITDA nebo je při srovnatelné velikosti EBITDA tržní hodnota společnosti podprůměrná.

P/E

Ukazatel P/E porovnává tržní cenu akcie a zisk na akcii (EPS = earnings per share). Ukazatel je také považován za jeden ze základních poměrových ukazatelů především vzhledem k jeho jednoduché konstrukci. Jednoduchost je ale v tomto případě vykoupena jeho nižší vypovídací schopností oproti EV/EBITDA. Poměr P/E je variantou předchozího ukazatele, tzn. že opět porovnává tržní hodnotu podniku nebo akcie s očekávaným ziskem,

neočišťuje ale zisk o vliv úrokových sazeb, daní z příjmu a odpisových pravidel. Není proto vhodný pro srovnávání firem z různých zemí či různých sektorů a poskytuje pouze velmi hrubé srovnání. Opět platí, že pokud je P/E společnosti nižší než průměr u srovnávaných společností, naznačuje to, že společnost je vůči konkurenci podhodnocená. Tzn. že buď podnik generuje nadprůměrný zisk nebo je při srovnatelné velikosti zisku cena akcie podprůměrná. Je nutné ale varovat před možným zkreslením vyplývajícím právě z různých daňových sazeb, úrokových nákladů a odpisových pravidel. Např. P/E farmaceutických firem je většinou vyšší než ostatních firem. To je způsobeno tím, že tyto společnosti jsou nuceny investovat velké prostředky do vývoje a výzkumu, což snižuje jejich přirozenou ziskovost a tím zvyšuje P/E. Úroveň P/E proto nelze srovnávat napříč jednotlivými sektory. Technologie mají tradičně vyšší P/E, protože se obecně čeká vyšší růst jejich zisku v příštích letech. Naopak společnosti, u kterých se čeká slabý nebo žádný růst zisku v příštích letech, mají ukazatel P/E nízký. Ukazatel také nelze uplatnit v případě, že se firma z jakýchkoliv důvodů dostala do ztráty.

P/BV

Ukazatel P/BV srovnává cenu akcie a účetní hodnotu společnosti přepočtenou na jednu akcii. Za účetní hodnotu společnosti se považuje objem vlastního kapitálu, tj. účetní hodnota celkových aktiv po odečtení cizího kapitálu (rezervy, závazky, ostatní pasiva a menšinový kapitál). Ukazatel P/BV je podobně jako ukazatel P/E velmi jednoduchý, má ale opět nízkou vypovídací hodnotu. Problémem je účetní hodnota hmotného investičního majetku společnosti, která je většinou hluboko pod tržní hodnotou tohoto majetku. Pokud bychom např. srovnávali dvě společnosti se stejnou hodnotou P/BV a přitom společnost č.1 by měla svůj majetek účetně oceněný hluboko pod tržní cenou, bude tato firma vůči společnosti č.2 podhodnocená.

3.2 CHARAKTERISTIKA TECHNICKÉ ANALÝZY

„Navzdory svým ambicím stát se vědou zůstává ekonomie stále spíše uměním. Budoucnost je ze své definice nepředvídatelná. Každý, kdo jednoduše extrapoluje minulé trendy, byť s využitím elegantního matematického aparátu, je vzdělaný pošetilec. Ekonomie nepotřebuje nic naléhavěji než trochu skromnosti.“

Robert Kutnner, ekonom

Technická analýza je oproti fundamentální analýze, jejíž modely jsou založeny na fundamentálních datech (zisky, tržby, očekávaný růst zisku a dividend, finanční analýza), postavena na publikovaných tržních datech. Za tato data považujeme tržní ceny jednotlivých akcií, indexy, objemy obchodů a technické indikátory. Techničtí analytici se domnívají, že pouze tržní data jsou relevantní pro úspěšnou obchodní strategii na akciových trzích.

Hlavním cílem technických analytiků je prognózování krátkodobých cenových pohybů individuálních akcií nebo akciových indexů, přičemž je ani tak nezajímá cenová úroveň, ale jsou zejména zainteresováni v odhalování cenových změn.

Můžeme tedy shrnout definiční znaky technické analýzy:

- Technická analýza je založena na publikovaných tržních datech.
- Středem pozornosti technické analýzy je načasování nákupních nebo prodejních rozhodnutí, zaměřuje se na cenové změny. Fundamentální analytik se naopak snaží stanovit vnitřní hodnotu akcie.
- Technická analýza je postavena na interních faktorech při analyzování pohybu akcií a celkového trhu, což kontrastuje s fundamentální analýzou, která velmi intenzivně využívá externích faktorů.
- Technická analýza se spíše koncentruje na krátké období. Většina metod technické analýzy se snaží identifikovat cenové změny v relativně krátké periodě. Naopak fundamentální analytici se zpravidla soustřeďují na střední a dlouhé období. [1]

Technická analýza je založena na předpokladu, že tržní ceny akcií reflektují optimismus či pesimismus tržních participantů. Poněvadž všichni investoři nesouhlasí

s aktuálním kursem, determinujícím faktorem v určitém okamžiku je čistá poptávka po akcii, která je založena na podílu optimistických a pesimistických investorů. Struktura této nálady bude pokračovat v krátkém období a lze ji identifikovat pomocí různých technických indikátorů.

Techničtí analytici jsou přesvědčeni, že investoři při svém rozhodování na akciovém trhu využívají velké množství faktorů včetně těch, které nemají žádný vztah k fundamentálním informacím (např. pověsti nebo irelevantní informace). Jestliže je tomu tak, pak nikdo nemůže vytvořit odpovídající fundamentální model pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Naopak tržní data nám mohou pomoci více, protože umožňují stanovit trend v tržní psychologii.

Druhým klíčovým prvkem technické analýzy je hypotéza, že akciové kursy vykazují trendní charakter chování. Kursy vždy mají svůj jasně definovatelný trend (směr pohybu). Následně kursové změny jsou na sobě závislé a nejsou nahodilé, tzn. že kursy se pohybují v rozdílně definovaných trendech, které trvají vždy určitou dobu. Všechny typy investorů však neidentifikují trend ve stejný okamžik. Je pravděpodobné, že profesionální investoři, kteří sledují na akciovém trhu vývoj každý den, mohou identifikovat změnu trendu dříve než průměrný (individuální) investor. [7]

Akciové kursy se ve „světě technických analytiků“ přizpůsobují novým informacím postupně a vždy tedy trvá určitou dobu, než se vytvoří nová rovnovážná cena. Techničtí analytici předpokládají, že začátek procesu přizpůsobování může být včas odhalen. Základem však je rychlé poznání vztahu mezi nabídkou a poptávkou a realizace vhodné investiční strategie.

Technická analýza je založena na těchto základních předpokladech:

- Tržní cena akcií je určována pouze prostřednictvím vztahu mezi nabídkou a poptávkou.
- Nabídka a poptávka po akciích je ovlivňována jak fundamentálními, tak psychologickými faktory.
- Akciové kursy se pohybují v trendech, poněvadž trvá určitou dobu (někdy i poměrně dlouhou), než se tržní cena přizpůsobí nové rovnovážné úrovni.

- Změna trendu je způsobena posunem nabídky a poptávky.
- Změny trendů mohou být včas identifikovány prostřednictvím studia historických cen a objemů obchodů.
- Mnoho grafických formací (tj. znázornění kursového průběhu) se pravidelně opakuje a umožňuje tak prognózy budoucího kursového vývoje.

Moderní technická analýza obsahuje širokou paletu metod a instrumentů, které můžeme rozdělit na dvě velké skupiny:

- grafické metody,
- metody založené na technických indikátorech. [1]

3.2.1 GRAFICKÉ METODY

Grafické metody jsou založeny na odhalování pravidelně se opakujících formací. Tyto techniky mohou být aplikovány buď na celkový trh, nebo na jednotlivé akcie. Jestliže jsou používány pro analýzu celkového trhu, pak je cílem identifikovat primární trend. Pokud jsou používány pro jednotlivé akcie, motivem je získat informace pro nákupní a prodejní signály. [3,8]

3.2.1.1 GRAFY

Technická analýza užívá jako nástroje grafů. Používají se grafy spojnicové, čárkové, svícový a graf sestavený ze symbolů „x“ a „o“. Z grafického vyjádření kursů a typických obrazců (formace, figury), které se v nich vyskytují, lze vytvářet názor na možný vývoj kursů.

Hlavní typy používaných grafů:

- Line Chart – spojnicový graf
- Bar Chart – čárkový graf
- Point and Figure Chart – bodově-číselný graf
- Three Line Break Chart – tří liniový přerušovaný graf
- Kagi Chart

- Renko Chart
- Japanese Candlesticks – japonský svíčkový graf
- Candle Volume Chart – svíčkový graf objemu
- Equivolume Chart – dvou objemový graf

3.2.1.2 LINIE A KANÁLY

3.2.1.2.1 TRENDOVÉ PŘÍMKY

V grafu průběhu kursu lze někdy spojit přímkou lokální maxima nebo lokální minima. Při vzhůru směřujících tendencích kursů se spojují lokální minima a získá se přímka trendu, směřující vzhůru. Dolů směřující tendence kursů se ukáže při spojení lokálních maxim v linii klesajícího trendu. Tedy platí: Trendová přímka se pro rostoucí trend získá spojnici lokálních minim grafu. Tato přímka musí mít rostoucí tendenci. Trendová přímka pro klesající trend se získá spojnici lokálních maxim grafu. Tato přímka musí mít klesající tendenci.

3.2.1.2.2 HLADINA PODPORY A ODPORU

Empiricky se ukázalo, že pro jednotlivé akcie jsou individuálně odlišné výšky lokálních minim a maxim kursů, které během poměrně dlouhého období nepřekročí vzniklé hranice. Tyto kursové hranice se označují jako čára odporu (spojuje lokální maxima) resp. čára podpory (spojuje lokální minima).

Hladina podpory (support level) je tedy taková cenová úroveň, při níž se s velkou pravděpodobností pokles cen změnil v jejich růst a naopak hladina odporu (resistance level) je taková cenová úroveň, při níž se s velkou pravděpodobností růst cen změnil v jejich pokles. Dojde-li k překročení těchto hladin má se za to, že může dojít ke změně trendu.

Hladina podpory nebo odporu slouží též k rozpoznání kupních či prodejních signálů. Má se za to, že je vhodné kupovat, je-li cena na hladině podpory a prodávat, je-li cena na hladině odporu. Dojde-li k překročení čáry odporu směrem nahoru, jde o signál ke koupi, dojde-li k překročení čáry podpory směrem dolů, jde o signál k prodeji.

3.2.1.2.3 KANÁLY

Trendové přímky umožňují definovat kanály. Kanál vznikne, když se sestrojí rovnoběžná přímka s přímkou trendu. Tato přímka prochází významným lokálním maximem u rostoucího trendu a významným lokálním minimem u klesajícího trendu. Okraje kanálu se považují za čáry podpory a odporu. Kanály představují oblast kolísání kursů cen cenného papíru. Vybočení z kanálu znamená signál k obchodování.

3.2.1.3 FORMACE

Formace jsou typické obrazce, které se vyskytují v grafech. Pro jejich definování jsou nejvhodnější úsečkové grafy nebo svíce. Při studiu formací se zpravidla též uvažují trendy objemů obchodů.

Formace se vztahují ke krátkodobým nebo dlouhodobým obdobím. Formace slouží k potvrzení trendu nebo identifikaci jeho obratu. Z výskytu formací se prognózuje další vývoj kursů a získávají signály pro rozhodnutí o koupi či prodeji. [8]

3.2.1.3.1 FORMACE POTVRZUJÍCÍ TREND

Formace potvrzující trend jsou tržní situace, ve kterých trend krátkodobě nepokračuje v nastoupeném směru (kurs zůstane stálý, konsolidovaný), a pak se opět začne pohybovat původním směrem (trend zůstane zachován). Mezi nejznámější formace tohoto typu patří „Trojúhelníková formace“, „Pravoúhelníková formace“ a „Vlajková formace“.

3.2.1.3.2 FORMACE VEDOUcí KE ZMĚNĚ TRENDU

Formace vedoucí ke změně trendu dávají investorům signál o změně trendu ze vzestupných na sestupný, nebo ze sestupného na vzestupný. Za standardní formace vedoucí ke změně trendu jsou např. považovány „Formace hlava-ramena (head-and-shoulders)“, „M-W formace“, „V formace“ nebo „okrouhlé dno (talíř, podšálek)“.

Zvláštní formou grafických metod je Elliotova teorie vln, která tvrdí, že i pohyb akciových kursů je v souladu s přírodními zákony, které ovlivňují všechny činnosti na zemi. Teorie Elliota je založena na těchto principech:

- Pohyb akciových kursů hlavním směrem je přerušován slabšími protisměrnými pohyby.
- Impulsivní vlny sledují všeobecný trend a skládají se z 5 vln.
- Korektivní vlny se pohybují proti trendu a obsahují 3 vlny.
- Akciové kursy jsou prognózovány na základě Fibonacciho součtové řady, jejíž začátek má tuto podobu: 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, atd., přičemž každé číslo se rovná součtu dvou předcházejících členů. Poměr čísla v řadě k následujícímu vyššímu konverguje v celé řadě k 61,82 %, což je označováno jako „zlatý střed“.
- Jeden tržní cyklus obsahuje 8 vln – 5 impulsivních (býčích) vlna a 3 korektivní (medvědí) vlny. [1]

3.2.2 METODY ZALOŽENÉ NA TECHNICKÝCH INDIKÁTORECH

Metody založené na technických indikátorech analyzují tržní, objemové nebo cenové charakteristiky celkového akciového trhu nebo jednotlivých akcií. Za základní metody jsou považovány:

- šíře trhu,
- nová maxima a nová minima,
- klouzavé průměry,
- relativní síla,
- momentum,
- anticyklické indikátory,
- index důvěry,
- struktura portfolia investičních fondů. [1]

Trendové indikátory

Trendové indikátory a křivkové studie mohou být použity k měření tržních trendů nebo dlouhodobých směrových pohybů. Termín „trend“ se užívá běžně a vyjadřuje „vytrvalost cenového pohybu v určitém směru“.

- Directional Movement – směrový pohyb
- M.A.C.D.
- Moving Average – Simple – jednoduchý klouzavý průměr
- Moving Average – Weighted – vážený klouzavý průměr
- Moving Average – Volume Adjusted – objemem korigovaný klouzavý průměr
- Moving Average – Time Series – klouzavý průměr – časová řada
- Parabolic SAR
- Performance – výkonnost
- Price Oscillator – cenový oscilátor
- Q-stick Indicator
- Time Series Forecast – předpověď časové řady
- Trendové čáry:
 - Trendlines – Resistance
 - Trendlines – Support
 - Trendlines – Channels (kanály)
- Zig Zag

Indikátory volatility

Následující indikátory slouží pro měření volatility. Volatilita je obecný termín používaný pro popsání velikosti denních (týdenních, měsíčních, apod.) cenových výchylek bez ohledu na jejich směr.

Změny ve volatilitě zpravidla vedou ke změnám cen.

- Bollinger Bands
- Commodity Selection Index – index výběru komodit
- Moving Average – Variable – kolísavý klouzavý průměr
- Standard Deviation – standardní odchylka

Indikátory hybnosti

Následující indikátory se používají pro měření hybnosti (momenta). Momentum je obecný termín pro popsání rychlosti, kterou se ceny pohybují ve vybraném časovém úseku. Změny hybnosti zpravidla vedou ke změnám cen.

- Accumulation Swing Index – swingový index akumulace

- Chande Momentum Oscillator – Chandeho oscilátor momenta
- Commodity Channel Index – index komoditních kanálů
- Dynamic Momentum Index – dynamický index momenta
- Intraday Momentum Index
- M.A.C.D.
- Momentum Indicator
- Price Oscillator – cenový oscilátor
- Relative Strength Index – index relativní síly
- Stochastic Oscillator
- Swing Index
- Trix
- Ultimate Oscillator – mezní oscilátor
- Williams % R
- Williams Accum/Dist – Williamsova akumulace/distribuce

Indikátory cyklů

Následující indikátory a křivkové studie slouží k měření cyklů. Většina cenných papírů, zejména futures a deriváty, má tendenci se vyvíjet v cyklicky se opakujících vzorcích. V klíčových cyklických intervalech proto často můžete předvídat cenové změny.

- Cycle Lines – cyklické křivky
- Fibonacci Timezones – Fibonacciho časové zóny

Indikátory tržní síly

Následující indikátory se používají k měření tržní síly. Každý z nich zahrnuje buď tržní objem (Market Volume) nebo počet otevřených kontraktů (Open Interest), které jsou základem pro měření síly trhu. Vyšší hladiny Market Volume a/nebo Open Interest obecně signalizují větší počet účastníků a tedy větší tržní sílu.

- Accumulation/Distribution – akumulace/distribuce
- Demand Index – index poptávky
- Chaikin Money Flow – Chaikinův peněžní tok
- Chaikin Oscillator
- Moving Average – Volume Adjusted - objemem korigovaný pohyblivý průměr

- Negative Volume Index – negativní index objemu
- On Balance Volume
- Positive Volume Index – pozitivní index objemu
- Price Volume Trend
- Volume Oscillator

Indikátory supportu a resistance

Následující indikátory a křivkové studie slouží k měření supportu a resistance. Pro ceny je běžné, že rostou/klesají jen do určité úrovně a pak se jejich vývoj obrátí. Tento fenomén, který je přičítán vývoji nabídky a poptávky, se nazývá support a resistance. Zahrnuje:

- Envelope – obálka
- Fibonacci – Arcs – oblouky
- Fibonacci – Fans – vějíře
- Fibonacci – Retracement – zpětný pohyb
- Gann – Lines - linie
- Gann – Fans - vějíře
- Gann – Grids - mřížky
- Quadrant Lines – kvadrantové křivky
- Speed Resistance Lines – křivky resistance rychlosti
- Tirone Levels
- Trendlines – Support
- Trendlines – Resistance

Dobré indikátory technické analýzy:

- vizuálně znázorňují historickou sílu nebo slabost cenových pohybů
- ukazují, v jakém cyklu cenových pohybů se trh momentálně nachází

Dávají jasné a jednoznačné signály k nákupu či k prodeji s omezeným rizikem. Technická analýza dnes silně konkuruje analýze fundamentální (analýza účetních dokladů a reportů, studium výnosů a cen, poptávky po produktech, monitorování cen materiálů,

zdrojů, produkčních nákladů...). Přínos technické analýzy využívá stále více společností. Na jejím základě je iniciováno stále více obchodů.

Je skutečně přínosné studovat grafy?

Studium grafů se v praxi používá mnoho let. Starověké státy Evropy, Asie, Středního východu a Ameriky aplikovaly grafy při matematických výpočtech úrody, počasí, astrologie i jinde. Od vzniku trhu cenných papírů byly grafy jediným způsobem pro vizuální prezentaci vývoje cen ve vybraném sledovaném období. S příchodem počítačové techniky a díky všeobecné dosažitelnosti technické analýzy, bylo používání grafů vykázano na druhé místo. Přesto zůstávají pro trading důležité a často jsou nejmocnějším nástrojem zastánců technické analýzy. V 90. letech 20. století se začaly na grafech studovat cenové formace, teorie zpětného pohybu, Gannova teorie, studie gapů (mezer), Dowova teorie, aplikace trendových křivek, technika supportů a resistancí.

Technická analýza vám načasuje obchod

Technická analýza v praxi spoléhá výhradně na fakta, nikoliv na domněnky. Fakta se nedají falšovat a ochrání vás před bankrotem. Technické grafy nám pomůžou načasovat koupi nebo prodej akcií nebo komodit na ten nejvhodnější okamžik. Jestliže fundamentální analýza vyhodnotí, který trh je v danou chvíli pro nás nejvhodnější, technická analýza nám obchod načasuje. S pomocí grafů přesně zjistíme, která doba je nejpříhodnější pro prodej nebo koupi akcií či komodit. Technická analýza předpokládá, že se ceny pohybují iracionálně a že je jejich pohyb často zapříčiněn „vnějšími silami“, o kterých se většina investorů nikdy nedozví. Na rozdíl od fundamentální analýzy technická analýza zkoumá rozdíl mezi poptávkou a nabídkou přímo a nehledí na faktory ovlivňující cenu akcie. Nejúčinnější a nejvíce ziskové je využití fundamentální i technické analýzy. Fundamentální analýzou jednoduše oddělíme zrna od plev pomocí porovnání silných akcií, technickou analýzou si daný obchod načasujeme. Nesmíme zapomenout, že fundamentální analýza slouží pro dlouhodobý vývoj ceny akcie, technická analýza nalezne uplatnění v kratším měřítku. [2,6,8]

3.3 PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA

Psychologická analýza je založená na teorii davu. Předpokládá, že většina účastníků trhu tvoří dav a podléhá vlastnostem davu, je tažena očekáváními davu a jedná iracionálně - podléhá silným emocím, nadějším a panikám a většinu času prostě jen „pluje s proudem“.

Jako vhodný přístup navrhuji psychologičtí analytici „plout proti proudu“ a nesnažit se odhadnout ani budoucí vývoj trhu (jako techničtí analytici), ani vnitřní hodnotu aktiv (jako fundamentální analytici), nýbrž pokusit se předpovědět budoucí chování ostatních investorů a zařídit se podle něho. K zastáncům psychologické analýzy patřil mimo jiné i J. M. Keynes.

Často se snaží nalézt informace o postojích „hráčů“ v historických datech publikovaných burzou (kurzy, objemy, míry alokace atd.). V tom případě se svou povahou blíží technické analýze. Ve skutečnosti jsou mnohé psychologické analýzy považovány i za nedílnou součást technické analýzy a mnohé další metody technické analýzy jsou založeny nebo vysvětlovány na základě psychologie.

Psychologie hraje v investování důležitou roli, ale jinou, než si většina lidí myslí. Poměrně často se vyskytuje představa, že psychologie hýbe kapitálovým trhem a že porozumění této hybné síle představuje recept na úspěšné zvládnutí burzovních spekulací. Ve skutečnosti však mezi úspěšnými investičními profesionály nejsou prakticky žádní skuteční studovaní psychologové. Kdyby psychologie byla klíčem k bohatství, bylo by jejich zastoupení mezi investory mnohem silnější. [2]

Souhrnně lze tedy říci, že hlavním předmětem zájmu psychologické analýzy je člověk, tedy lidský faktor, v procesu investování a zejména impulsy, které ho vedly k určitému druhu chování. Tímto se psychologická analýza dostává do oblasti lidské psychiky, a tudíž zákonitě musí dále využívat i poznatky vědy, která se lidskou psychikou zabývá čili psychologie.

Východiskem psychologické analýzy je tedy vlastně zkoumání a analyzování skutečností, jak investorovy vlastnosti, osobnost, emoce a rozum ovlivňují jeho investiční chování a rozhodování.

V dalším textu se problematikou psychologie nebudu více zabývat, protože v podstatě se sama determinuje už v ostatních analýzách. Jak zakomponováním do ceny akcií nebo samotným očekáváním budoucího vývoje i vyšší teoretickou i praktickou znalostí samotných zainteresovaných, zejména odborníku pracujících na kapitálovém trhu.

4. FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA ČEZU

Nejvíce používanější mezi českými a i světovými finančními analytiky je právě fundamentální analýza. Ať již na základě fundamentálních makrodat nebo z detailního rozboru firemní analýzy. Jako doplněk se používá technická analýza ke sledování denní seance a včasných vstupů a výstupů z obchodních pozic. Také k rozpoznání trendů a možných změn ve vývoji akcie. Pro následující část mé diplomové práce sem si z výše uvedených přístupů k vyhodnocení hodnoty akcie vybral jako základ fundamentální analýzu. Nejprve se podívám na kapitálové trhy v segmentu emerging markets, protože v tomto regionu se naše akcie právě nachází. Zmíním se o faktorech, které budou pravděpodobně ovlivňovat budoucí vývoj akcií v tomto regionu. Podstatnou náležitostí jsou klíčové makrodata jednotlivých ekonomik, které pro další fázi jsou relevantní. Celkově si shrneme současný vývoj daných ekonomik, a to USA, Evropské unie a samozřejmě z domácího pohledu České republiky. Nesmím zde opomenout také vývoj samotné pražské burzy, kde akcie ČEZu jsou primárně obchodovány. Navazující firemní rozbor společnosti nám více ukáže klíčové faktory ovlivňující predikci vývoje tržní ceny akcie ČEZu. Poté se dostaneme k samotnému meritu věci - stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí metody volného cash flow a srovnávací metody. Na závěr z pohledu technických analytiků si ukážeme rozbor vývoje ceny akcie a pokusíme se stanovit doporučení pro danou společnost.

4.1 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Na počátku této kapitoly uvedu celkový přehled kapitálového trhu ve světě. Zmíním se o makroekonomických datech jednotlivých regionů, které svojí podstatou hrají důležitou roli v budoucí alokaci volných peněžních prostředků a transferu již stávajících investic institucionálními a také individuálními investory. Povinný pohled bude na největší ekonomiku světa - USA - která tak hýbe celým světem, nejen na poli financí. Pokračovat budu v krátkém přehledu regionu Evropské unie a závěrem pochopitelně zmíním i budoucí vývoj v České republice. Celkově se soustředí na predikci roku 2007. Na dlouhodobější předpovědi nemám dostatek zkušeností, a ani potřebné analytické nástroje a vstupní data.

Obecně předpokládám pokračování dosavadní vzestupné tendence na akciových trzích. Stagnace či mírná korekce by mohla postihnout některé z emerging markets trhů, které v posledních 12 až 18 měsících silně vzrostly. Vyspělé akciové trhy (US, Evropa, Asie) jsou podle mého názoru oceněny relativně v souladu se svou vnitřní hodnotou, proto i jejich růst se bude pohybovat v rozpětí + 10 až + 15 % pro rok 2007. Hlavními determinanty kladného či záporného vývoje budou staré známé proměnné – komodity (zejména ropa a zemní plyn), úrokové sazby, inflace, terorismus, ochlazení světové ekonomiky a politické klima. Vývoj na světových akciových trzích bude v příštím roce určován především dvěma faktory. Prvním je růst zisků společností a druhým vývoj úrokových sazeb. Očekávám zhoršení podmínek oproti loňskému roku. Tedy zpomalení růstu zisků a další růst úrokových sazeb - především v Evropě. Investice do emerging markets může dále negativně ovlivnit jakékoli zvýšení citlivosti trhu k riziku, které je nyní na historicky nízké úrovni.

Zpomalení HDP v USA by nemělo být dramatické a růst by se mohl udržet v rozmezí 2,5 až 3 % meziročně. Přijmeme-li tento předpoklad, je výhled akciových trhů pro příští rok poměrně pozitivní. Na exportu do USA je závislá velká část evropských i asijských firem. V Evropě jsou vyhlídky růžovější, když evropské akcie jsou z historického hlediska stále relativně levné vzhledem k ziskům a zisky by přitom měly minimálně v prvních dvou čtvrtletích pokračovat v solidním růstu. Postupně se však může negativně projevovat silný kurz eura a růst úrokových sazeb. Zatímco v USA se v tomto roce dostane ekonomický cyklus do sestupné fáze a v průběhu prvního pololetí lze očekávat mírné

snižování úrokových sazeb, v Evropě bude ECB v přitvrzování měnové politiky zřejmě ještě několik měsíců pokračovat. Silné euro spolu s oslabením americké poptávky může činit tlak na evropský export a postupně vést ke snižování marží exportérů. Souvislostí je ale daleko více. Například Německo se bude v prvních měsících tohoto roku potýkat se zvýšenou daní z přidané hodnoty. Růst ekonomiky by to však mělo pouze přibrzdit a za celý rok lze očekávat v Německu i v celé eurozóně růst HDP v rozmezí 1,5 až 2 %.

Důležitým faktorem budou také ceny komodit, zvláště ropy. Současný stav na trhu s ropou (relativní přebytek nabídky) indikuje jen mírný růst cen této komodity v tomto roce, což může být důležitou podporou akciovým trhům. Celkově tedy hodnotím výhled akciových trhů pro tento rok pozitivně, a to především v Evropě. První polovina roku 2007 by přitom měla být růstovější než druhá. Rizikem tohoto scénáře je prudší než očekávané zpomalení americké ekonomiky a příliš razantní zvyšování úrokových sazeb ze strany ECB, které může utlumit zatím stále příliš křehký růst evropských ekonomik.

Globální akciové trhy budou i v roce 2007 silně ovlivněny ekonomickou situací v USA a v obecnějším rámci třemi determinantami:

- inflačními tlaky z velké části odrážející ceny energií,
- růstem ziskovosti korporátní sféry odrážející globální spotřebitelské výdaje a v neposlední řadě,
- znova a opět geopolitickou situací.

Na makroekonomické úrovni tedy v roce 2007 konkrétně očekávám globální růst HDP kolem 4,9 % (za silného přispění Číny, odhad růstu HDP na 10 % a Indie 7,3 %), růst HDP v USA pak na 2,9 % a EU „jen“ na 2 %. Tyto odhady tedy signalizují určité zpomalení hospodářského růstu, avšak tato situace paradoxně vytváří při zachování příznivého stavu inflace (kolem 2,5 % p.a. prostor pro pokračování dalšího silného růstu akciových trhů). FED by měl od května 2007 začít snižovat sazby – vše s cílem odvrátit hrozbu recese způsobenou především drastickou krizí v sektoru nemovitostí a stavebnictví obecně a s cílem znovu podpořit americké spotřebitele, jejichž výdaje stojí ze 2/3 za růstem amerického HDP a plnou 1/5 za růstem světového HDP.

Globální akciové trhy v roce 2006 posílily a většina trhů je na svých maximech. Díky výše uvedeným neznámým se začínají čím dál tím více hromadit názory skeptiků, mnohdy s katastrofickými scénáři. Tyto názory budou paradoxně i nadále potřeba, aby tlačily trhy výše. I přesto, že očekávám mírnou a zdravou korekci, vyhlídky na rok 2007 jsou optimistické. Domnívám se, že je dobré se řídit heslem „trend is your friend“ a očekávám i v roce 2007 další posilování akciových trhů, s tím že segment tzv. „emerging markets“ (rozvíjejících se trhů) mezi něž patří i ČR, kde je růst nejdynamičtější, má potenciál na zhodnocení nejvyšší.

Takže sečteno a podtrženo – vývoj trhů budou určovat:

- úrokové sazby – zatím se počítá se snižováním úrokových sazeb v USA, ale věc není tak jednoduchá a přímočará, naopak v Evropě i u nás lze počítat s určitým zvyšováním sazeb,
- ceny komodit, které jsou stále vysoko a obecně budou tlačit na inflaci,
- pokračující oslabování dolaru, posilování středoevropských měn proti euru.

Asi bych zde zopakoval úvahu, že s pomocí posilujících měn a s podporou příznivého ekonomického výhledu by se středoevropské trhy mohly více odpoutat od ostatních trhů za mořem i v západní Evropě, což by jim mohlo pomoci udržet růstový trend.

Situace na kapitálových trzích momentálně vypadá velmi napjatě. I přes relativně dobrá makroekonomická data investoři reagují náladově, domnívají se, že by se přece jen mohly potvrdit negativní scénáře, které hovoří o recesi ve Spojených státech.

Globálně se však v letošním roce očekává umírněný růst s nižšími inflačními tlaky. Není však zdaleka docela jisté, že tři hlavní důvody, které by mohly přivést pod tlak největší světovou ekonomiku, již zcela pominuly. Těmito faktory jsou ochota amerických spotřebitelů dále utrácet, situace tamního pracovního trhu a vliv poklesu cen na americkém trhu rezidenčních nemovitostí na celkovou poptávku po amerických aktivech. Nálada na trzích vně USA je těmito skutečnostmi do jisté míry determinována, svoji důležitou roli ale

hrají také endogenní rizika, mezi něž patří jakékoliv negativní zprávy týkající se ekonomického vývoje v zemích eurozóny nebo velkých obchodních center (Čína, Japonsko).

USA

V únoru 2007 byla revidována čísla růstu HDP za čtvrté čtvrtletí loňského roku 2006. Růst domácího produktu byl snížen více, než se původně očekávalo. Na mezičtvrtletní bázi odhady hovořily o 3,5% růstu, revize ukázala růst jen na úrovni 2,2 % (konsensus: 2,3 %). Takový pokles byl do jisté míry překvapením. Do větších problémů se může ekonomika Spojených států podívat, pokud se projeví negativní vliv více faktorů najednou. Dubnová čísla ukázala mírné zlepšení na pracovním trhu, počet nových pracovních příležitostí předčil očekávání a míra nezaměstnanosti koriguje na úrovni 4,5 %. Dlouhodobě se tato čísla stále vyskytují na nižší úrovni, proto tato situace – i co se budoucího vývoje týče – naznačuje spíše pokles tlaku na růst mezd a nižší očekávání budoucí inflace. Růst cen se v březnu vyvíjel mírně pod odhady. Meziroční úroveň růstu na 2,5 % ovlivnil vyšší růst cen ve zdravotnictví, ještě vyššímu růstu zase bránily i v březnu stále nižší ceny energií. Inflační rizika hrají významnou roli v rozhodování měnového výboru amerického Fedu ohledně nastavení základních úrokových sazeb. Šéf Fedu Bernanke se zdá být větším optimistou než konsensus trhu, ve svých prohlášeních hovoří o silnějším než očekávaném růstu a nižších inflačních tlacích. Pokud by se takto událo, mohli bychom se dočkat změny sazeb někdy v druhé polovině roku 2007. Nyní ale prozatím vše hovoří ve prospěch stagnace sazeb. Zajímavá situace panuje na americkém realitním trhu. Pokles, který stál za nižším tempem růstu ve druhé polovině minulého roku, se znovu dostává nově na pořad dne, když nová čísla ukázala, že se v lednu začalo v celých státech stavět meziročně o 37,8 % méně domů. To ukazuje na stále špatnou kondici tohoto sektoru, který by v případě vyššího výpadku na trhu práce mohl způsobit odliv kapitálu z akciových trhů.

Evropská unie

Ekonomika v zemích eurozóny vykazuje stále lepší se pozici. A to nejen relativně v poměru k vývoji ve Spojených státech, lepší se také vnitřní faktory, jakým je například pružnější trh práce. Současně díky slabší domácí poptávce zůstávají na nižších úrovních také

odhady růstu spotřebitelských cen. Rigidní pracovní trh byl historicky významnou překážkou pro vyšší hospodářský růst. V lednu se ale podařilo opět vytvořit více pracovních příležitostí a počet nezaměstnaných tak nově tvoří jen 7,5 % ekonomicky aktivního obyvatelstva. Trh přitom očekával stagnaci na prosincových 7,6 %. Svoji roli jistě sehrálo také teplé počasí, které umožnilo některé sezónní práce, z dlouhodobého pohledu se však daří provádět strukturální reformy, které by měly bránit ve zhoršení situace na pracovním trhu. Bližší pohled na strukturu růstu HDP v minulém roce prozradil, že největší ekonomika na kontinentu (Německo) stále spoléhá na svou exportní schopnost. Revize výsledků za třetí (na 3,1 % y/y z 2,8 %) a výsledky ze čtvrtého čtvrtletí na úrovni 3,7 % jsou nadmíru pozitivní, v posledním čtvrtroce ale zpomalil jak růst domácí poptávky, tak růst investic a zrychlil export. Struktura růstu domácího produktu tak při větším poklesu globálního růstu může omezit vývozy, což by při stále nízkém příspěvku domácí spotřeby mohlo ztlumit růst celé evropské ekonomiky. Situace je však veskrze pozitivní, pozitivní zůstávají také inflační čísla, na které je poslední dobou velmi háklivý šéf Evropské centrální banky, J.C. Trichet. Inlace rostla v lednu o 1,9 %, méně než předpokládal konsensus trhu (2,1 %). Na „vině“ jsou v lednu stále nízké ceny energií. I přesto Trichet po zasedání centrální banky naznačil, že bychom se v březnu mohli dočkat navýšení základní úrokové sazby o 25 bodů. Výnosy na dluhopisových trzích v sobě zahrnují dvojí navýšení sazeb v letošním roce. Pro zvýšení sazeb v příštím měsíci hovoří stále silný růst peněžní zásoby, na jeho vliv na budoucí vývoj růstu cen klade prezident Trichet velký důraz. Proti by mohly být odhady růstu cen z konce února, které naznačují další pokles na meziroční úroveň 1,8 %. Nakonec pár slov k vývoji měnového páru euro-dolar. Dolar se díky relativně slabším číslům dostává stále níže, počátkem února kurz opět prolomil hranici 1,300 USD/EUR aby končil celý měsíc kolem 1,320 USD/EUR. V příštím období lze předpokládat spíše technické obchodování, ke konci roku díky slabšímu fundamentu ve Spojených státech (i díky možnosti snížení úrokového diferenciálu mezi USA a eurozónou) není rozpětí kolem 1,330 – 1,370 USD/EUR nikterak nepravděpodobné.

Česká republika

Vývoj na domácí scéně vykazuje stále solidní růst. V únoru byly zveřejněny výsledky zahraničního obchodu za celý rok 2006. Prosincový schodek byl jedním z

nejnižších v historii, celkově skončil účet obchodní bilance 47,3 mld. Kč, což je více než v roce 2005 (38,6 mld. Kč). Výrazně se zvýšila dynamika růstu exportů i importů. Inflační tlaky se snižují globálně, ani u nás tomu není jinak. V únoru oznámená lednová data dokonce překvapila ještě více než v zemích eurozóny. Trh očekával růst spotřebitelských cen na meziroční úrovni 1,8 %, po růstu o 1,7 % v prosinci ale ceny ubraly na tempu, meziroční úroveň 1,3 % může znamenat dlouhodobější stagnaci úrokových sazeb. Vyšší tempo naopak vykazaly ceny v průmyslu, které vzrostly o 2,8 % po prosincovém růstu o 2,6 %. ČNB stejně jako ostatní centrální banky v regionu střední Evropy v dubnu sazby ponechala na stávající úrovni 2,50 %. Nižší inflační tlaky mohou sazby na této úrovni udržet delší dobu. I když na posledním zasedání dva členové ČNB hlasovali pro zvýšení sazeb. Situace v průmyslu skončila mírně smíšeně. Čísla vývoje růstu produkce v dubnu na úrovni 3,6 % jsou nižší než předpoklady trhu (+3,9 %). Celkově se ale rok 2006, díky silnému růstu vývozu výrobků, vydařil. Růst ve výši 9,7 % je nejlepším výsledkem od roku 2001.

Pražská burza

Co se týká roku 2007 na pražské burze, tak jsem optimista a očekávám, že by si investoři mohli připsat na konci roku 10 až 15 % zhodnocení. Samozřejmě nás mohou čekat korekce, ale můj pohled je i nadále optimistický (jak typické pro analytiky). Díky závěru roku 2006 se pražská burza zařadila po bok svých vyspělejších kolegů, pro které je příchod nových cenných papírů stejně jako obchodování s deriváty samozřejmostí. Letošní rok bude opět rok dvou korekcí (oproti minulé jedné, ale zato mimořádné korekci z přelomu jara a léta). Tahounem růstu BCPP v roce 2007 by měl být zejména výkon jednotlivých podniků.

Klíčové faktory pro pražskou burzu budou:

- zisky společností,
- nové emise,
- makroekonomický fundament (odhadovaný růst HDP pro 2007 je 4,7 % y/y, úroveň sazeb odhadují ve výši 3,0 % ke konci roku 2007 – zvýšení bude rozloženo do dvou kroků),
- politická situace – v minulosti hrála spíše okrajovou roli.

Nesmím vynechat ani vnější faktory (ovlivnění děním na světových trzích), a to především vlivy týkající se rizikové premie, i když je pravidlem, že v průběhu roku dochází k vybírání zisků, celkově by český trh měl mít pozitivní směr.

Důležitým bodem, který bude mít dopad do příštího roku, jsou dvě nové emise z konce roku letošního. To se jak se podaří vstoupit těmto akciím na trh bude důležitým signálem pro další společnosti, které uvažují o vstupu na pražskou burzu. Druhou oblastí, kde se burze zatím příliš nedaří jsou obchody s deriváty. Letos na podzim spuštěné obchodování zatím nepřitáhlo příliš pozornosti. V průběhu příštího roku se zřejmě ukáže, jak to s deriváty na pražské burze bude do budoucna. Všeobecný trend na trhu v roce 2007 bude zřejmě pod vlivem velkých zahraničních trhů (minulý rok ta závislost byla dosti silná), s tím, že se budou u jednotlivých titulů prosazovat individuální události.

4.2 FIREMNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

V této části kapitoly se podíváme na podstatné dílčí části společnosti ČEZ, a.s., které ovlivňují samotné fungování společnosti a jsou signifikantními předpoklady pro budoucí vývoj. Všechny uvedené náležitosti sehrají svoji roli v konečném odhadu stanovení cash flow pro následující roky. Tolik klíčové pro stanovení vnitřní hodnoty akcie ČEZu.

Agregátní data o výrobě elektřiny

Oproti roku 2005 se výroba elektrické energie Skupiny ČEZ zvýšila o 5 516 GWh (o 9,2 %) na rekordních 65 532 GWh. Významnou měrou se na tom podílely i uhelné elektrárny, které Skupina ČEZ získala v Bulharsku a Polsku. V segmentu Střední Evropa bylo vyrobeno 64 874 GWh, to je o 4 858 GWh více než v roce 2005. Z toho nárůst výroby v České republice činil 2 467 GWh (o 4,1 %), polské elektrárny od 1. 6. 2006 vyrobily 2 391 GWh. Segment Jihovýchodní Evropa tvoří od IV. čtvrtletí 2006 Elektrárna Varna, která za dané období vyrobila 658 GWh elektřiny.

Předpokládaná situace ve výrobě elektřiny

Hlavní iniciativy v rámci výroby elektřiny v České republice jsou zaměřené na schopnost ČEZ, a. s. udržovat dlouhodobě svou výrobní kapacitu – jedná se jednak o zlepšení parametrů jaderných elektráren Dukovany a Temelín a jednak o obnovu uhelných elektráren. Program Jaderné elektrárny Dukovany předpokládá zvýšení dosažitelného výkonu každého bloku o více než 40 MW (tj. celkový nárůst výkonu o více než 160 MW) a dále vytvoří technické předpoklady pro prodloužení životnosti až o 20 let. V rámci obnovy uhelných elektráren bude v roce 2007 zahájena rekonstrukce 3. a 4. bloku Elektrárny Tušimice II. Zároveň probíhá intenzivní příprava dalších projektů, zejména komplexní obnova Elektrárny Pruněřov II a výstavba nového bloku v lokalitě Ledvice.

V zahraničí se Skupina ČEZ zaměřuje v rámci výroby elektřiny na tři oblasti:

- 1) splnění ekologických norem v nově získaných elektrárnách (odsíření ve Skalině a Varně),
- 2) akvizice dalších výrobních zdrojů v oblasti střední a jihovýchodní Evropy, kde se např. v roce 2007 připravuje privatizace hnědouhelných elektráren a dolů v Rumunsku,
- 3) nejvýznamnější prostor pro investice se ale otvírá ve výstavbě nových zdrojů – ČEZ, a. s. již ve spolupráci s místní vládou připravuje výstavbu hnědouhelné elektrárny v lokalitě Gacko v Republice srbské v Bosně a Hercegovině. Kromě toho vzniká v oblasti řada dalších projektů, na kterých má ČEZ, a. s. zájem participovat.

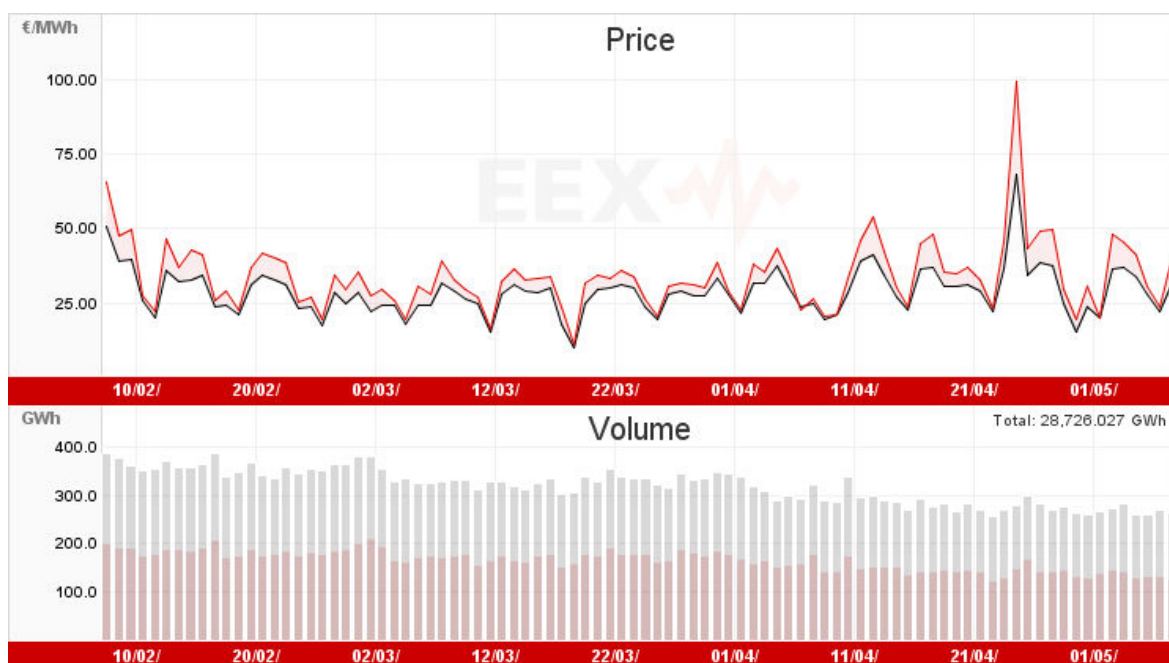
Průměrná velkoobchodní cena elektřiny

Společnost se připravovala na začátek liberalizaci na trhu s elektrickou energií tím, že snižovala průměrné velkoobchodní ceny elektřiny. Tento proces však záhy skončil a podle mojí predikce budou velkoobchodní ceny pokračovat v růstu. Během jednoho či dvou let se české ceny elektřiny dorovnají na německou úroveň. Letos se ještě liší zhruba o 13 eur za megawatthodinu. Spotové ceny v poslední době vykazují vysokou volatilitu, která způsobuje nervozitu v otázkách budoucího vývoje (viz graf č. 2).

Bude však hodně záviset na vývoji ceny v Německu, kde ceny po delší době růstu v poslední době spíše stagnují na úrovni kolem 30 EUR / MWh (viz graf č. 3). A právě proto

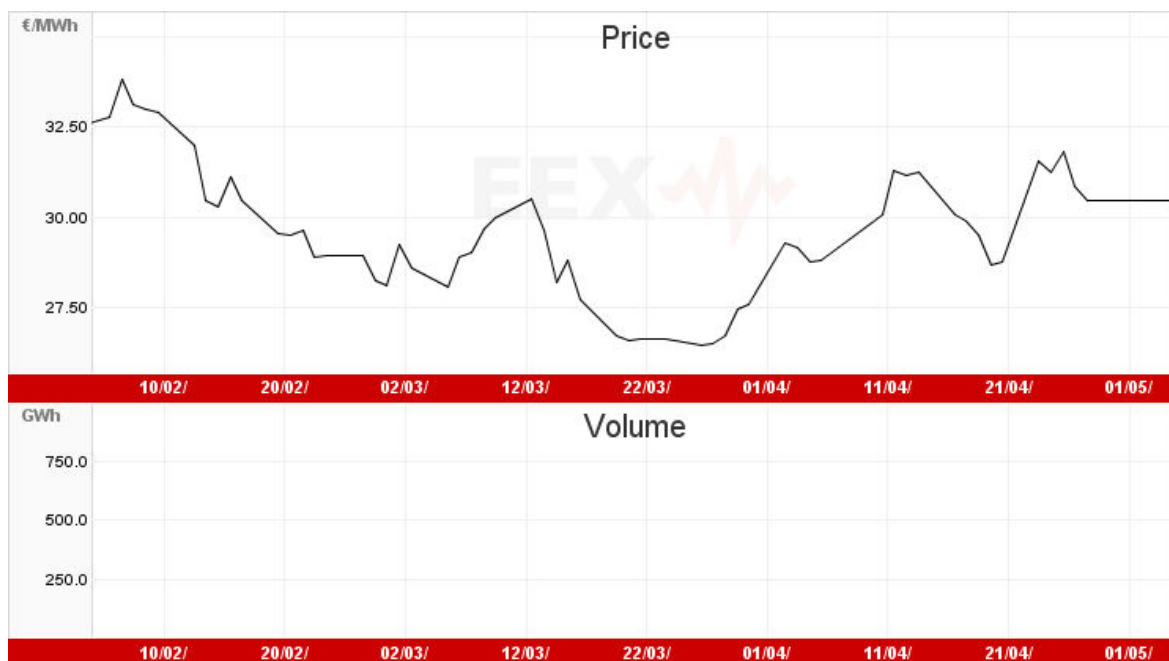
využívám pro přesnější predikce forwardové ceny na nejlikvidnějším německém trhu European energy exchange (EEX). Forwardové ceny sice nenaznačují růst až nad únosné hranice, ovšem je třeba si uvědomit, že tyto ceny v podstatě budoucí vývoj jen předvídají a vychází z aktuálního stavu sřetu nabídky a poptávky po elektrické energii. Nesmíme zapomenout, že se jedná o komoditu a tím pádem samotné jakékoli odhady budoucí ceny jsou nemožné. Jedná se o velice volatilní trh jak je patrné i z grafu č. 3.

Graf č. 2: Vývoj a volatilita spotových cen v EUR / MWh od počátku roku 2007



Zdroj: Eex.de

Graf č. 3: Futures ceny na trhu Eex - German Baseload Month Futures (May-07)



Zdroj: Eex.de

Stanovení cen elektrické energie

V roce 2006 ČEZ, a. s. kontrahoval elektřinu na domácím trhu na roční bázi pro rok 2007 prostřednictvím aukce elektřiny vyrobené ve virtuální elektrárně na 400 MW ročního pásma (se snížením výkonu v letních měsících) – konání této aukce bylo uloženo Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže, dobrovolné aukce na 500 MW ročního pásma, která byla pořádána nezávislou aukční kancelář, a dále přímým prodejem ostatních sezonních produktů. Menší část kontraktace byla provedena prostřednictvím brokerských platforem a bilaterálními obchody. Výsledné dosažené ceny na rok 2007 byly pro aukci virtuální elektrárny 1 220 Kč/MWh a pro aukci 500 MW v částce 1 244 Kč/MWh s meziročním nárůstem 17,1 %, resp. 19,5 %. Cena silové elektřiny průměrného spotřebního diagramu vzrostla o 16,8 %. Dosažený cenový růst byl zapříčiněn především rostoucí poptávkou po elektřině v regionu a též úrovní cen v okolních zemích. V roce 2007 budou započaty změny fungování velkoobchodního trhu s elektřinou v České republice, kdy elektřina nebude prodávána jen formou jednorázových aukcí, ale rovněž kontinuálně na burze, ve spolupráci s pražskou Burzou cenných papírů (začátek obchodování v červenci roku 2007). Celkově předpokládám pokračování trendu konvergence cen v České republice a v Německu.

Kontraktace na rok 2007 proběhla na většině zahraničních trhů v průběhu roku 2006 formou bilaterálních obchodů, obchodů přes brokerské platformy nebo účastí ČEZ, a. s. v aukcích pořádaných ostatními účastníky trhu. Kontraktace na rok 2007 zajistila vývoz z České republiky na trhy Slovenska a Maďarska formou ročních kontraktů. Na podzim 2006 proběhla také roční kontraktace v Polsku, která zahrnuje jak čistě obchodní operace na volném trhu, tak i kontraktaci dodávek z Elektrárny Skawina.

Povolenky na emise CO₂

ČEZ, a. s. aktivně obchoduje s emisními povolenkami při zohlednění cenového vývoje a potřeb elektráren. Obchody s povolenkami probíhají na burze ECX (futures obchody) a v průběhu roku 2006 byly zahájeny také na burze PowerNext (spotové obchody). V roce 2005 bylo zahájeno první obchodovací období pro obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů. Na zařízeních, která Skupina ČEZ provozuje a která emitují skleníkové plyny, proběhl na počátku roku 2006 úspěšně verifikační proces výkazu emisí skleníkových plynů za rok 2005 auditorskou společností DET NORSKE VERITAS AS. Problematice produkce emisí skleníkových plynů je trvale věnována značná pozornost. Při klesající ceně povolenky byl zejména v průběhu druhého a třetího čtvrtletí roku 2006 prodán, přímo či prostřednictvím forwardových obchodů, celý očekávaný přebytek prvního obchodovacího období. Z výsledků prodeje elektřiny, resp. z plánované bilance výroby roku 2007 (částečný přesun výroby jaderných elektráren do výroby uhelných elektráren), vyplynul následně určitý nedostatek povolenek pro rok 2007, který je průběžně řešen jejich nákupem na trhu. Celkově pozitivní ekonomický dopad této operace vyplývá z výrazného cenového rozdílu povolenek prodaných v roce 2006 a nakoupených v roce 2007.

Stručná prognóza vývoje elektroenergetiky z pohledu Skupiny ČEZ

Energetický sektor prožívá již několik let období konjunktury, ve které umožní dosáhnout akcionářům nadprůměrné návratnosti investice oproti ostatním odvětvím. V roce 2006 jsme byli v odvětví energetiky svědky rekordní aktivity v oblasti fúzí a akvizic, pokračuje i trend cenové konvergence v celém regionu. Závislost mezi cenami klíčových komodit, jako například ropou, plynem, elektrickou energií a uhlím, se významně zvýšila díky nově zavedenému systému obchodování s povolenkami na emise CO₂. Cena

elektrické energie se tak stává citlivější na změny cen ostatních komodit, než tomu bylo v předchozím období. Do roku 2020 „dožije“ na území České republiky, Polska, Maďarska a Slovenska přibližně 20 000 MW instalovaného výkonu. Slovensko během tří let sníží bez náhrady výrobu elektřiny o čtvrtinu, přestože už ani v roce 2007 není energeticky soběstačné. Předpokládaný růst poptávky v České a Slovenské republice do roku 2012 o cca 10 TWh vlivem hospodářského růstu a zahraničních investic ukončí celkový přebytek výkonu v regionu, který byl dosud uplatňován pro export. Dovoz z Polska bude postupně omezen z důvodu očekávaného uzavření výrobních kapacit, které nesplňují environmentální limity. Vývozní možnosti z Ukrajiny v objemu 550 MW jsou již postupně vyčerpány a navíc využity pro dodávky do deficitního Maďarska. Nových projektů je velmi málo a většina jich je ve stadiu předběžné přípravy. Cena elektřiny na německém velkoobchodním trhu v posledních letech stále roste nejen vlivem těchto nedostatků, ale i v důsledku povolenek CO₂ a rostoucích cen ropy. Výpadky proudu v Evropě se stávají již pravidelnou součástí letního období, kdy nucené odstávky v letních měsících v řádu tisíců megawattů vytvářejí obrovské nároky na řízení stability sítí bez ohledu na náklady. Energetický sektor České republiky je součástí integrujícího se evropského trhu s elektřinou, a tak jsou velkoobchodní ceny v tuzemsku ovlivněny zejména vývojem cen elektřiny v Německu. Elektroenergetický sektor v Evropě proto stojí před vlnou výstavby nových výrobních zdrojů a modernizací stávajících tak, aby pokryl rostoucí poptávku a splnil ty nejpřísnější ekologické limity. Realizaci takového rozhodnutí však komplikují nejistoty v oblasti regulace emisí CO₂ po roce 2012, jakož i zdlouhavý a komplikovaný proces schvalování výstavby nové elektrárny. Jednoznačná pravidla alokace povolenek po roce 2012 a urychlení schvalovacího procesu jsou kriticky důležitými předpoklady pro zabezpečení stabilní a cenově přijatelné dodávky elektřiny pro koncové uživatele. Skupina ČEZ má velmi dobré předpoklady uspět v konkurenčním souboji energetik sjednocené Evropy.

Další plány do budoucna

V roce 2007 bude dokončena transformace regionálních distribučních společností a ukončena jejich činnost, pokračovat budou projekty na optimalizaci činností – např. v oblasti obsluhy zákazníků a poskytování IT služeb interním zákazníkům. Velký důraz bude kladen na změny v procesech údržby výrobních aktiv s cílem uspořit 25 % těchto nákladů.

V zahraničí bude pokračovat transformace získaných společností a užší integrace s cílem optimalizace nákladů napříč celou Skupinou ČEZ včetně posledních akvizic elektráren v Polsku (ELCHO, Skawina) a v Bulharsku (Varna); v Rumunsku musí dojít v roce 2007 k unbundlingu prodeje a distribuce elektřiny. V České republice se plně rozeběhne redukce majetkových podílů, aby ve Skupině ČEZ zůstaly pouze ty činnosti, které není hospodárné získávat na otevřeném trhu. Obnova výrobních zdrojů v roce 2007 zahájí realizaci prvního projektu, kdy 1. 6. 2007 bude odstavena část (2 x 200 MW) elektrárny v Tušimicích s cílem postupné obnovy čtyř bloků v Elektrárně Tušimice II. U ostatních projektů (Prunéřov, Ledvice) bude pokračovat kontraktace a inženýrské práce.

Hospodaření společnosti za rok 2006

Oznámené hospodářské výsledky firmy za rok 2006 jako je již na konci roku zvykem, překonaly konsensuálnímu očekávání analytiků. Díky vyšší než očekávané efektivní daňové sazbě však nedostihují odhadnutých 29,3 miliardy čistého zisku analytiky. Prodej energie stejně jako výroba zaznamenal meziroční růst, poptávka stoupla o 2,9%. Stěžejním faktorem je pochopitelně stále vysoký výkon české ekonomiky v součinnosti s tužší loňskou zimou a mimořádně teplým létem. Výroba elektřiny tak stoupla o 9,2% na 65,5 TWh. I přesto, že v průběhu roku ČEZ upravoval struktury výrobních zdrojů (pokles výroby uhelných elektráren a posílení jaderných a obnovitelných zdrojů) ke konci roku se situace obrátila a meziročně jaderná energie přidala 5,3%, výroba z obnovitelných zdrojů o 13,7% a uhelné elektrárny přidaly 11,9%, a to zejména díky odstávkám JETE a nízké ceně emisních povolenek v druhém pololetí roku 2006. Meziroční růst tržeb byl způsoben očekávanými vyššími cenami elektrické energie a vyššími výrobními a distribučními maržemi. Kromě již zmíněného zvýšení výroby ve vlastních zdrojích a zefektivnění struktury zdrojů za ní stojí i udržení pozice na domácím trhu a zvýšení podílu koncových zákazníků v zahraničí. Tržby tak rostly na 159,59 mld. Kč (+27,6% y/y) a opravdu výrazně překročily odhady trhu. Za tímto překvapením stojí zejména vyšší než očekávané tržby z nových akvizic v Polsku a elektrárny ve Varně. Provozní náklady rostly mírně rychleji než tržby a dosáhly hodnoty 119,5 mld. Kč (25,0% y/y). Za tímto vývojem stojí zejména stále nízká provozní efektivita nově získaných společností, porovnáním se srovnatelných celkem (bez nových akvizic, odpisů a povolenek) dostaneme růst provozních nákladů jen o 4%. Nejvíce tuto položku opět

zatížily (na konci roku výrazně rostoucí) náklady na nákup energií, které vzrostly o 42,5% (y/y) na 53,47 mld.Kč, osobní náklady stouply na 15,08 mld. Kč, ale zejména v nových akvizicích se zvyšuje tlak na zlepšení tohoto ukazatele a zvýšení provozního výkonu na osobu. Účet emisních povolenek (i přes propad jejich cen na světových burzách) díky aktivnímu přístupu firmy k obchodování s těmito instrumenty činí plus 3,08 miliardy Kč (v pololetí to bylo 615,- miliónů Kč). Odpisy vzrostly o 17,2% (y/y) na 24,28 mld. Kč, za tímto mimořádným růstem stojí kromě nových akvizic i mimořádný odpis 1,7 miliardy korun související s přeceněním majetku vloženého do společnosti ČEZ, Správa majetku. Tyto vlivy se projeví na provozní bázi a EBITDA tak vzrostl na 64,34 mld. Kč (28,3%y/y), což opět převyšuje odhady (64,02 miliard Kč). EBITDA marže tak dosahuje „slušnou“ hodnotu 40,3%. Připomínám, že nově konsolidované polské elektrárny Elcho a Skawina zapadají do těchto výsledků jen čtyřmi měsíci, stejně jako elektrárna ve Varně, která byla do konsolidovaného celku zařazena v říjnu. Zahraniční akvizice na bázi EBITDA přidaly 4,7 miliard korun. Provozní zisk pak dosáhl 40,06 mld. Kč a znamená 36,3% růst proti roku 2005. Položky pod provozním ziskem (kurzové ztráty a zisky, derivátové operace, odložená daň atd.) tentokrát neovlivnily výsledný zisk nikterak výrazně a nepředvídatelně. Stěžejní roli zde hrálo posílení české měny vůči euru i dolaru (kurzové zisky 1,5 miliardy Kč) a fakt, že se neopakovalo jednorázové rozpouštění negativního goodwillu z roku 2005 (Electrica Oltenia). V oblasti odložení daní firma využila letošní mimořádné ziskovosti a neznalosti budoucí daňové reformy a proto její efektivní daňová sazba činí téměř přesně 24%. A právě díky těmto faktorům hodnota čistého zisku činí 28,76 mld. Kč (+29,1% y/y), tedy nad konsensus 28,2 miliardy korun. Mírně pozitivní jsou i zvýšená firemní očekávání hodnoty EBITDA (70,9 mld. Kč na konci roku 2007), EBIT (48,5 mld. Kč) a čistého zisku o 1,1 miliardy korun na 35,1 mld. Kč. U těchto cifer bylo překvapivě oznámeno, že růst zisku nastane díky spolehlivému provozu JETE. Zlepšený stav hospodaření se pochopitelně podepsal i na poměrových ukazatelích, např. rentabilita vlastního kapitálu stoupla na 14,9% a díky vysokému CF z provozní činnosti se snížilo i celkové zadlužení firmy a čistý dluh vs. EBITDA nyní činí 27,2%. V oblasti dividendové politiky nenastaly žádné změny, stále platí výplatní pásmo 40-50% z čistého zisku (tedy 18,80 – 23,50 Kč na jednu akcii). Výsledky v sumě charakterizují jako „mnohem lepší než očekávání“. Cenu akcií však nyní ovlivňují i evropské trendy, pokles

cen elektrické energie na německých burzách a krach trhu s emisními povolenkami, stejně jako odmítnutí navržené metody liberalizace EU některými státy.

4.3 STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI ČEZ

Mezi českými finančními analytiky v ohodnocování cenných papírů převládá model používající DCF metodu. V následující části na vzorovém příkladě ukážu použití této metody. Bohužel jsem nevyužil svých vlastních výpočtů, protože tato metoda je velice složitá na celkové vstupy pro stanovení Free Cash Flow. Upřímně musím konstatovat, že moje zkušenosti jsou nedostačující k vlastním stanovením FCF. Většina analytiků používá svých subjektivních dat a následně odhadována pro následující roky. Jedná se o velice pracnou i časově náročnou metodu. Ukázková analýza byla prováděna v průběhu roku 2006. Využívá kombinaci DCF a APV modelu. Při použití DCF modelu nejdříve odhaduje budoucí FCFF do roku 2015 a poté používá jednostupňový růstový Gordonův model do nekonečna pro stanovení pokračující hodnoty nebo-li Terminal value. V závěru se využije APV modelu pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.

Tabulka č. 2 nám ukazuje jednotlivá vstupní data pro konkrétní roky, se kterými se dále pracuje k vypočtení závěrečné hodnoty Free-Cash-Flow-to-Firm pro následující roky.

Tabulka č. 2: Výpočet FCFF

v mil. Kč	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EBIT	42 356	50 483	54 585	56 455	59 764	59 965	60 199	60 368	60 498	59 219
Nukleární provize	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000
Daň z příjmů	-10 162	-12 116	-13 101	-13 549	-14 343	-14 392	-14 448	-14 488	-14 519	-14 213
Čistý zisk po zdanění	30 191	36 367	39 485	40 906	43 421	43 573	43 751	43 880	43 978	43 006
Odpisy	23 076	23 966	25 425	26 792	25 851	27 491	29 142	30 808	32 525	34 261
Změna pracovního kapitálu	-1 702	-595	-454	-354	-367	-352	-363	-383	-392	-406
Investiční výdaje	-25 712	-19 548	-22 586	-24 143	-33 119	-33 702	-33 862	-34 140	-34 727	-34 893
FCFF	25 853	40 189	41 870	43 200	35 786	37 009	38 667	40 166	41 384	41 969

Zdroj: Raiffeisen Bank

Pro ohodnocení pro rok 2006 budeme dále potřebovat následující data:

FCFF k závěrečnému roku (v mil. Kč)	41 969
Náklady na vlastní kapitál	8,6%
Náklady na cizí kapitál	3,7%
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	7,3%
Podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu	92,7%

K výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu použijeme data výše uvedená do matematického vzorce pro výpočet WACC (11) a získáme hodnotu 8,2%, kterou dále budeme používat v modelu APV.

$$WACC = k_e * E + k_l * L \quad (11)$$

kde k_e jsou náklady na vlastní kapitál,

E je podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu,

k_l jsou náklady na cizí kapitál,

L je podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu.

Pro stanovení hodnoty terminal value (pokračující hodnoty) použijeme následující data a dosadíme do vzorce:

$$FCF_{T+1} = 42\,825 \text{ (v mil. Kč),}$$

$$g_{FCF} = 2,0\%.$$

$$TV = \frac{FCF_{T+1}}{(WACC + g_{FCF})} \quad (12)$$

kde FCF_{T+1} je volný peněžní tok po posledním roce prognózovaného období,

$WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu,

g_{FCF} je míra růstu očekávaného volného cash flow ve druhé fázi, která trvá od T+1 roku do nekonečna,

Po dosazení získáváme hodnotu $TV = 690\,728$ (v mil. Kč). Dále k výpočtu vnitřní hodnoty akcie použijeme už zmiňovaný APV model. A pomocí něho převedeme Terminal

value a Free Cash Flow z predikovatelných let (viz tabulka č. 2) diskontováním na současnou hodnotu zadlužené a nezadlužené firmy. Další postup je už zcela jednoduchý a můžeme ho vidět v následném chronologickém pořadí, kdy použijeme jednoduchých matematických vztahů - sčítání, odečítání a na konci dělení, a to hodnotu podniku počtem kótovaných akcií. A nyní se dostáváme k Fair value nebo-li vnitřní hodnotě akcie, ke které připočítáme očekávanou dividendu v roce 2005 a získáváme tak cílovou cenu na 12-ti měsíční předpověď pro společnost ČEZ.

Současná hodnota of TV (v mil. Kč)	339 900
Současná hodnota of FCF (v mil. Kč)	+ <u>247 938</u>
Hodnota podniku (Enterprise value, v mil. Kč)	587 838
Očekávané nukleární zásoby	
na konci roku 2006 (v mil. Kč)	- 12 974
Ostatní finanční aktiva (v mil. Kč)	- 1 421
Čistý dluh na konci roku 2006 (v mil. Kč)	- <u>12 974</u>
Hodnota podniku (equity value, v mil. Kč)	541 751
Počet kótovaných akcií (v mil. ks)	592,1
Cílová cena na akcii (v Kč) na konci roku 2006	915
Očekávaná dividendu v roce 2005 (v Kč)	15
12-ti měsíční cena včetně dividendy (v Kč)	930

Nutno říci, že při jakékoli nové zprávě - ohlášení očekávaných hospodářských výsledků nebo akvizice je zcela nezbytné nová data zahrnout do popsaného postupu při stanovení vnitřní hodnoty akcie. Ještě jednou podotýkám, že stanovená cílová cena byla provedena v průběhu roku 2006 a bylo by nutné provést novou analýzu, která stanoví vnitřní hodnotu ke konci roku 2007. Pro srovnání uvádím poslední uzavírací cenu akcie ČEZu ze dne 4. května 2007, která činila 1 063,- Kč. Přikládám jednotlivá doporučení od investičních zahraničních i tuzemských společnostech (viz níže) v chronologickém řádu - od nejnovějšího po starší datum oznámení.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ / CÍLOVÁ CENA:

UBS	koupit	1 200,- Kč	9.5. 2007
BH Securities	akumulovat	1 105,- Kč	7.5. 2007
Atlantik FT	koupit	1 153,- Kč	4.5. 2007
KBC/Patria Finance	koupit	1 086,- Kč	19.4. 2007
Wood & Company	držet	1 075,- Kč	16.4. 2007
Raiffeisen Bank	koupit	1 085,- Kč	9.4. 2007
Bank Sal Opennheim	koupit	1 000,- Kč	28.3. 2007
CAIB	koupit	1 092,- Kč	15.3. 2007
Goldman Sachs	koupit	975,- Kč	9.3. 2007
Erste Bank/ČS	koupit	989,- Kč	22.11.2006

Všimněte si, že společnost Raiffeisen Bank, jejíž postup při stanovení ceny akcie jsem použil jako vzorový příklad, nedávno zvýšila cílovou cenu z 930,- Kč na 1085, - Kč. Při porovnání se současnou tržní cenou 1063,- Kč se akcie ČEZu jeví jako podhodnocené, a proto investiční doporučení je koupit tuto akcii. V současnosti nám relativně přináší 2% nárůst. Avšak při srovnání s doporučením od společnosti UBS, které je nejaktuálnější dostáváme 13% možné zhodnocení akcie ČEZ.

Doporučení: Sleduji akcie ČEZ, a.s. jako podhodnocené a doporučuji k nákupu. Hlavní důvody jsou shrnuty ve SWOT analýze (viz níže) a akcie vidím jako vysoce likvidní s 13% potenciálem růstu.

SWOT ANALÝZA SPOLEČNOSTI ČEZ:

SILNÉ STRÁNKY

silný podíl na domácím trhu, vlastník 5 distribučních společností a uhelných dolů, nízké zadlužení, oproti konkurenci nižší náklady na výrobu elektřiny (Temelín), velký objem volného cash flow, vlastník distribučních společností v Bulharsku a Rumunsku

SLABÉ STRÁNKY

poruchy v JE Temelín, majorita držaná českou vládou

PŘÍLEŽITOSTI

ekonomický růst ČR a západní Evropy, růst poptávky po elektřině v ČR i Evropě, růst cen elektřiny, expanze v regionu, restrukturalizace distribučních společností s cílem uspořít provozní náklady, obchodování s emisemi, další akvizice v regionu, zpětný odkup akcií až do výše 10%

HROZBY

volatilita cen emisních povolenek, zvýšení emisí z uhelných dolů, Zelení ve vládě

4.4 SROVNÁVACÍ METODA

Pro porovnání akcií společnosti ČEZ s ostatními konkurenty vycházím z dat od analytického týmu Raiffeisen banky (viz tabulka č. 3). Bohužel jsem nebyl schopen tyto údaje si sám zjistit, ani pomocí moderní technologie - internetu. Proto zde dále pracuji se sekundárními daty. Dochází ke srovnání se západními konkurenty energetického sektoru. Soustředím se pouze na dva poměrové ukazatele - EV/EBITDA, P/E a P/BV. Analytický tým Raiffeisen banky v jádru vychází z těchto tří ukazatelů. Pro potřebné výpočty společnosti ČEZ jsem vycházel z konsolidovaných závěrek Skupiny ČEZ (viz příloha č. 4, 5 a 6).

Podle ukazatele EV/EBITDA roku 2006 patřil ČEZ jednoznačně ke společnostem kolem průměru energetického sektoru. V dalších letech vidíme lepší čísla a ČEZ se tak stává v porovnání, jak s konkurenty, tak sektorem, levnější firmou. U ČEZu hlavně pozorujeme největšího zlepšení v ukazateli na další roky. Prvenství a nejlacinější společností je německá energetická firma E.ON.

Ziskový ukazatel P/E nám nepřinesl o nic optimističtější čísla a firma v roce 2006 byla druhá nejdražší. Opět nejlacinější firmou se stává E.ON. Lepšího výhledu se dostává ČEZu letošního roku 2007 a ještě lepšího výsledku dosahuje v roce 2008 a 2009, kdy se dostává dokonce na první příčku. A je tak hluboko pod průměrem sektoru energetika.

V porovnání ukazatele ceny k účetní hodnotě se nachází pod průměrem energetického sektoru a patří po vítězné E.ON na druhou příčku v letech 2008 a 2009.

Tabulka č. 3: Relativní srovnání

	EV/EBITDA				P/E				P/BV			
	2006	2007e	2008e	2009e	2006	2007e	2008e	2009e	2006	2007e	2008e	2009e
E.ON	5,9	5,7	5,0	4,6	13,4	14,4	13,3	12,8	1,4	1,5	1,4	1,3
EDF	8,7	8,8	7,9	7,0	17,9	25,3	21,9	18,1	4,3	4,7	4,2	3,6
Endesa	8,2	8,8	8,5	3,0	12,8	16,5	15,4	14,3	2,9	3,3	3,0	n.a.
Enel	7,1	7,1	7,0	n.a.	15,6	15,9	15,9	n.a.	2,6	2,7	2,7	n.a.
Fortum	11,2	9,9	9,2	8,6	17,8	16,0	15,0	14,1	2,4	2,5	2,4	2,2
Iberdola	10,6	10,2	9,3	8,4	18,0	18,0	15,8	14,3	2,8	3,0	2,8	2,5
RWE	8,3	7,9	7,7	7,8	18,7	14,8	13,0	12,5	3,5	2,8	2,7	n.a.
Verbund	13,3	9,6	9,3	8,7	24,9	17,4	16,0	15,0	6,0	4,4	3,8	3,3
Průměr	9,2	8,5	8,0	6,9	17,4	17,3	15,8	14,4	3,2	3,1	2,9	2,6
ČEZ	9,4	7,8	7,0	6,4	20,5	15,6	13,6	12,3	2,9	2,6	2,3	2,1

Zdroj: Raiffeisen Bank

Závěrem ČEZ se jeví z pohledu ukazatelů jako podhodnocená akcie vůči svým konkurentům i k benchmarku energetickému sektoru s mírnou discount premií. Tedy ČEZ má velmi dobré vyhlídky zejména z vypočtených čísel do budoucna a rozhodně by měl být v hledáčku investorů, hledající potencionální hvězdu v energetickém sektoru. Celkově však tomuto porovnávacímu hodnocení nepřikládám největší význam. Plní roli doplňujícího indikátoru. Ovšem i zde je třeba dodat, že model nám ukazuje budoucí potenciální růst společnosti ČEZ.

5. TECHNICKÁ ANALÝZA ČEZU

V moderním globálním světě využívající nejnovější a nejmodernější technologie, jako např. speciální softwarové programy, se více do popředí dostává, a to i u nás v České republice, ke slovu technická analýza. O samotném problému jsem toho poměrně hodně popsal v teoretické části v kapitole 3.2. A nyní z teorie přímo do praxe. Počátky seznamování s onou problematikou byly velmi složité, neboť v českém prostředí se nenachází velmi kvalitní a hlavně detailní literatury. Naštěstí pomocí internetu a využití

znalostí anglického jazyka jsem měl možnost rozluštit a nastudovat problematiku technické analýzy, která mě velice přitahovala. Dalším problémem je, že vše se odehrává na bázi letního přehledu a naprosto chybí příklady k porovnání s již nastudovanou literaturou. Osobně mi trvalo téměř jeden celý rok dostat se do fáze samotného testování.

Alfou omegou je najít vhodný obchodní systém, který člověku, tedy investorovi nejlépe sedí a funguje spolehlivě, či aspoň s větší pravděpodobností je pomocí backtestingu (zpětného testování) vyhodnocen jako výnosný. Po zkušebním testování, které trvalo necelý jeden rok, jsem vyhodnotil jako pro moji osobu nejvýhodnější následující postup, který také uplatním na ohodnocení vývoje ceny akcie ČEZu, která je podstatou mojí diplomové práce. K těmto účelům používám speciální software pro technickou analýzu od společnosti AmiBroker a také využívám služby brokerské společnosti brokerjet České spořitelny.

Prvním krokem je vybrání akcie, což zde je usnadněno už zvoleným tématem diplomové práce - ČEZ. Druhým navazujícím krokem je zjistit dlouhodobý vývoj konkrétního cenného papíru. Je-li to možné, zavedeme pro tento cenný papír trendové linie, případně celý trendový kanál. Všimáme si, zda nastaly ve vývoji kurzu typické formace, které vyhodnotíme. Poté použijeme osvědčené indikátory při optimálních (předem optimalizovaných) délkách period. Z grafu č. 4 (viz příloha č. 7) vidíme vývoj akcie ČEZu od roku 2002 do 4. května 2007. V první řadě jde o růstový býčí trend, korigován menšími korekcemi, kromě, z hlediska technického analytika, velmi velké korekce z března minulého roku 2006 a o trochu menší klesající konsolidaci v období února až března letošního roku. Graf č. 6 nám ukazuje také dlouhodobý trend a to na roční bázi. Podstatnou náležitostí je indikátor dlouhodobého klouzavého průměru, kde jsem zvolil parametr 200. V praxi se používá pro dlouhodobé časové období na základě ročního počtu obchodních dnů, tj. 200. Na grafu č. 4 ho vidíme označený červenou barvou. Z tohoto hlediska se současná cena akcie ČEZu nachází nad tímto indikátorem (graf č. 5 a také graf č. 6), což nám dává signál:

- 1) Ke koupi akcie, jestliže ji už nevlastníme, do doby než cena akcie protne 200 denní dlouhodobý klouzavý průměr směrem dolů.
- 2) K držení obchodní pozice - hold long position.

- 3) K postupnému dokupování počtu akcií a tím využít investiční metodu průměrování nákladů (cost averaging). Což je snižování nákladů na pořízení akcie pomocí dokupováním dalších akcií.

Na druhou stranu musíme být velmi obezřetní, protože jak je vidět z grafu akcie dosahuje svých maximálních hodnot. A proto je na místě více podrobněji se podívat na akcie ČEZu z kratšího horizontu. Doplnujícím indikátorem je objem uzavřených obchodů neboli anglicky volume.

Druhým krokem je detailní rozbor akcie ze střednědobého horizontu a to v rámci jednoho roku. V této části už využijí pomoc dvou základních indikátorů na rozeznání trendu a volatility cenného papíru. Jsou jím MACD a RSI indikátory, se kterými mám pozitivní zkušenost v mojí krátkodobé aplikaci na akciových trzích. Jak je vidět z grafu č. 6 stále současná hodnota akcie ČEZu je nad 200 denním dlouhodobým klouzavým průměrem. I když na konci září roku 2006 se cena dostala pod tento indikátor, signál k prodeji zde nebyl na místě, protože vyhodnocením dalších indikátorů jsem dospěl k názoru, že se jedná o dočasný psychologický faktor a testování hladiny podpory (supportu) na hranici kolem 740,- Kč +/- Také na začátku března letošního roku došlo k přiblížení se k 200 dennímu dlouhodobému klouzavému průměru. Jinak do budoucna je výhled pozitivní, ale stále musíme mít na paměti dosahující maximální ceny akcie ČEZu.

U třetího kroku se dostáváme do krátkodobého horizontu, zde zvoleného tří měsíčního grafu č. 7. Zaznamenáváme počátek nového růstového trendu uprostřed března letošního roku a přetnutí zde nového 50-ti denního střednědobého klouzavého průměru. Což byl signál k nákupu cenného papíru. Jak je vidět z grafu č. 7 objemy dosahovaly maxima při klesající korekci a tak vysílaly signál ke změně trendu, zde z medvědího na býčí. Při prostudování doplňkového indikátoru MACD se nám potvrdilo již předem dobře avizovanou změnu trendu. Pro vysvětlení uvádím, že červená linie (krátkodobý průměr, tj. 12-ti denní) protla modrou linii (dlouhodobý průměr, tj. 26) a v dalších dnech se nachází nad ní. Což je signál k býčímu trendu. Vše bylo podtrhnuto indikátorem RSI, který nabýval stále vyšších čísel, až se pomalu vyšplhal na úroveň překoupeného signálu (overbought signal). Problém, který nastává ke dni 4. května 2007 (což je datum ke kterému hodnotíme

současný vývoj cenného papíru) je, že overbought signal se dostává do vyšších čísel a dává tak varování na vzniku možného opačného trendu nebo na korekci, která by zde byla na místě a říkáme jí zdravá korekce. Tuto domněnku nám dává i signál indikátoru MACD, jak vidíme z grafu č. 7, když se blíží k hornímu hraničnímu pásmu značící překoupený trh.

V posledním kroku je pohled na velmi krátký časový horizont a to většinou na 10-ti denním, 5-ti denním nebo denním trhu cenného papíru. Osobně se snažím vyhýbat intradennímu obchodování a tudíž i sledování na intraday grafu. Při pohledu na graf č. 8, kde jsem zvolil 10-ti denní graf, vidíme jak 20-ti denní krátkodobý klouzavý průměr častěji protíná graf akcie ČEZu. V posledních dnech jsme byli svědky krátké konsolidace ceny akcie v pásmu 1040 až 1060,- Kč. Objemy obchodů se během dnů dostávají nad průměrnou výši, což by mohlo právě signalizovat změnu stávajícího trendu nebo můžeme se dočkat nové růstové fáze. Doplňující indikátory jako MACD v současnosti ukazují možný vznik nového býčího trendu, avšak indikátor RSI nám sděluje na opatrnost v nadcházejících dnech. Protože se blíží k hranici překoupeného trhu. Vše bude záležet na dalším vývoji v krátké době, tj. následujícího 19. a možná 20. týdne. Osobně bych raději viděl zdravou korekci, která dá podnět pro další možnou novou růstovou fázi akcie ČEZu.

Výše popsané hodnocení bylo provedeno pomocí softwaru společnosti brokerjet České spořitelny. Nyní se pokusím o vyhodnocení budoucího vývoje akcie pomocí mnou oblíbeného softwarového programu společnosti AmiBroker, který je více propracovanější a dává mně tak větší dispozice k detailnějšímu vypracování budoucího možného scénáře vývoje akcie ČEZu.

ČEZ v minulém týdnu (17. týden roku 2006) rostl na nová maxima s podporou upgradu (zvýšení cílové ceny) od společnosti Wood & Company. Další podporou byl samozřejmě nadále silný globální tržní optimismus. Ovšem v závěru 16. týdne nově nabyté cenové úrovně ČEZ neudržel a poklesl zpět pod hranici 1000,- Kč. V následujícím týdnu podpořen zvýšenou poptávkou, zejména od zahraničních kupců roste opět na nová maxima a potvrzuje tím tak býčí trend. K poslednímu datu, tj. 4. května dosáhl úrovně 1063,- Kč.

Technicky – cena dává signál k vytvoření dalšímu býčímú týdennímu svícnovému patternu a udržení se tak v rostoucím trendovém kanálu, indikátory naznačují překoupenost a býčí konvergenci. První technická oblast pro pokles je 1044,- Kč +- (viz tabulka č. 3), což by jsme mohli již v tomto nebo v následujícím týdnu dosáhnout. A podotýkám, jak již jsem se zmínil, že by šlo o zdravou korekci po téměř tří měsíční růstové fázi a k dokončení Elliottovy vlny, která se nám pomalu rýsuje. Cože je fenomén, který jsem popsal v teoretické části. Vydá-li se cena akcie dále býčím směrem, poté bude velice, a z psychologického hlediska, důležitá rezistentní hodnota kolem hranice 1.100,- Kč.

Sezónnost : neutrální období, nezapomeňme na květnový efekt - sell in May and go away

Důležité technické úrovně

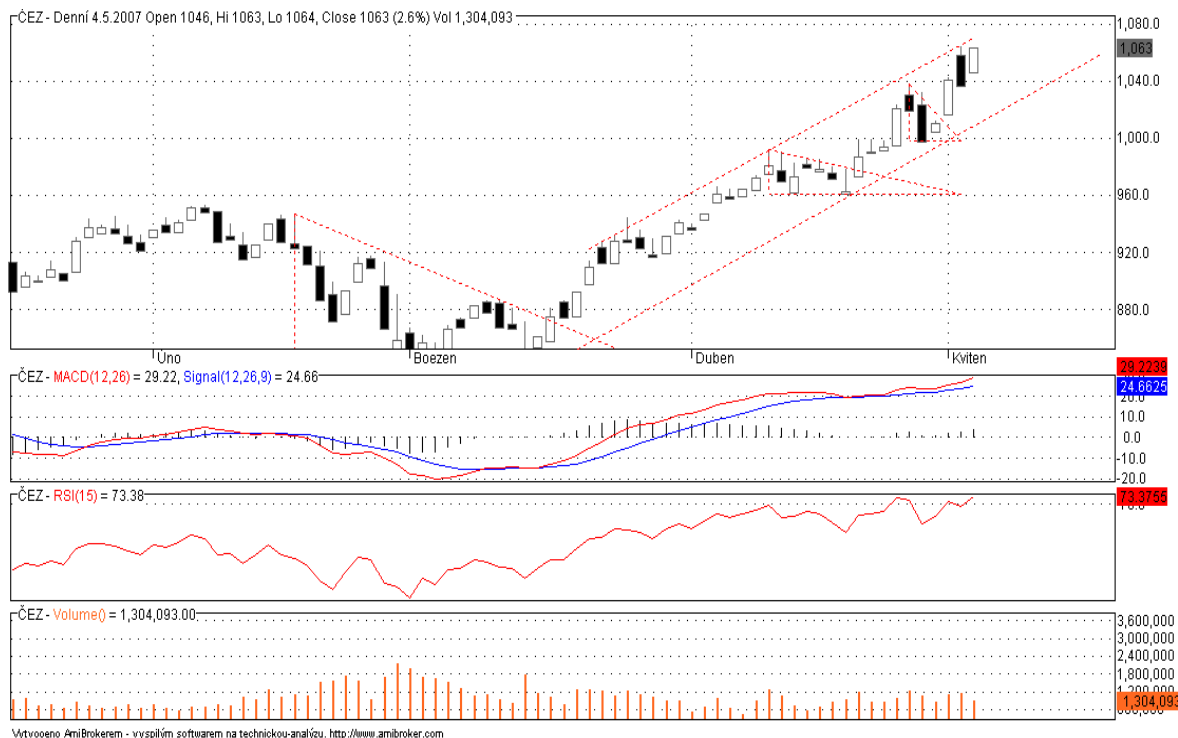
Tabulka č. 3: Stanovení technických cenových úrovní

Support:	1044 +-, 1025 + - a 996+-
Rezistance:	1073 +-, 1083 +-, 1112 +-
Fair value:	1054+ -

Zdroj: *Pivot kalkulátor*

Závěrem tedy v současnosti doporučuji držet krátkodobé long pozice (spekulace na růst akcie), z pohledu investora velmi rizikové - jediné pro agresivní investory, a střednědobé long pozice s ohledem na psychologickou hranici odporu 1100,- Kč. Vše směřuje ke korekci nebo k opačnému z časového hlediska kratšímu medvědímú trendu. Nesmíme zapomenout na makrofundamenty a nová cílová doporučení od investičních společností. Doporučení od brokerských firem k nákupu akcií za těchto cen mně dávají signál podle Kostolanyho psychologické analýzy se chovat opačně, tudíž proti doporučení než udávají brokerské domy. V případě potvrzení korekce doporučuji otevřít short pozice (spekulace na pokles akcie). V scénáři prolomení třetího hladiny podpory pod úroveň 996,- Kč doporučuji vybrat veškeré zisky a otevřít short pozice, samozřejmě podpořeno MACD, RSI a Volume indikátory. Při změně trendu (po korekci) na novou růstovou fázi opětovného býčího růstu doporučuji vstup do obchodních long pozic. Spíše doporučuji vybrání krátkodobých zisků a při možné korekci nákup akcií či dokupování akcií ČEZu.

Graf č. 9: Technická analýza ČEZu



Zdroj: AmiBroker

- Doporučení:**
- pro krátký časový horizont dokupování akcií a to do výše psychologické hranice odporu 1100,- Kč pokud nedojde k obratu v tržním sentimentu a prudším výprodejům na světových trzích, jinak se držet růstového trendového kanálu,
 - pro střednědobý časový horizont vybírání krátkodobých zisků s následným otevřením long pozic s velmi opatrným výhledem do budoucna a mít na paměti možnou korekci či kratší klesající fázi,
 - pro dlouhodobý časový horizont je technická analýza nevhodným analytickým nástrojem.

6. ZÁVĚR

Předmětem diplomová práce je ukázat přístup finančních analytiků k ohodnocování cenných papírů. Jak již bylo zmíněno, práce si neklade za cíl přesné vymezení určitých matematicko-statistických postupů, nýbrž seznámit se se základními principy moderních metod používaných pro co nejpřesnější stanovení vnitřních hodnot cenných papírů nejen v burzovním světě. V podstatě se jedná o velmi složitý proces s ohledem na výběr modelů a dále především na zpracování vstupních dat, které slouží finančnímu analytikovi k subjektivnímu budoucímu stanovení vlastních výpočtů.

V teoretické části byly popsány základní modely analýz cenných papírů, jaké používají zahraniční i tuzemští finanční analytici i ostatní, například drobní investoři při svých vlastních výpočtech a úvahách o budoucí nejhodnější investici. V praxi finanční odborníci se nejvíce soustřeďují na fundamentální analýzy podepřené makroekonomickými daty. Ať už se jedná o prvotní globální fundamentální makroanalýzu, která svojí podstatou shrnuje celosvětový přehled a zejména pohled na budoucí pohon ekonomik nebo trhů jednotlivých regionů a snaží se o předpověď budoucího vývoje výše zmiňovaných aspektů. Po vyhodnocení nejperspektivnějších regionů nebo trhů se finanční analytik nebo investor snaží buď o nejoptimálnější nebo nejziskovější výběr samotných titulů do svého portfolia na základě specifických investičních strategií a metod. Tuto úlohu jsem měl zlehčenou díky už předem definovanému výběru společnosti, u které jsem se pokusil provést hodnotový screening a dospět k určitým závěrům.

Diplomová práce byla vypracována pro společnost ČEZ, a.s., která je českou státní energetickou společností. Hlavní činností je prodej elektřiny, opatřené zejména výrobou ve vlastních zdrojích, a s tím související poskytování podpůrných služeb, dále výroba, rozvod a prodej tepla. Společnost je lídrem na české trhu a je aktivní v akvírování na trzích střední a jihovýchodní Evropy.

Cílem bylo vyhodnotit současný vývoj tržní ceny akcie společnosti ČEZ a její možný budoucí scénář a v závěru učinit investiční doporučení pro potenciaální investory do této akcie. Po seznámení s teoretickou částí a zjištěním uplatňovaných postupů a metod

českých finančních analytiků jsem se rozhodl použít jako základ fundamentální analýzu. Jako největší problém jsem shledal predikci volného toku hotovosti v DCF modelu, který jako fundament dále slouží ke stanovení vnitřní hodnoty akcie a na závěr se porovnává s tržní cenou akcie. Na vzorovém příkladě od Raiffeisen Bank jsem ukázal nejvíce používaný model Free-Cash-Flow-to-Firm propojený s Adjusted Present Value. Nesmím opomenout i model Free-Cash-Flow-to-Equity, který je také používán některými českými investičními společnostmi.

Z mého pohledu více známá a v současné době stále více používaná i v českém prostředí technická analýza, nám ukázala detailnější pohled na vývoj ceny akcie ČEZu a z grafické stránky přijatelnější nástroj pro prognózování kurzových pohybů a budoucích trendů.

Při použití dvou analýz jsem došel k těmto závěrům. Z pohledu fundamentální analýzy a především stanovení správně oceněné akcie ČEZu, která po aktualizovaných datech je nyní 1085,- Kč, jsem stanovil jako podhodnocené akcie s 13% potenciálem růstem v následujícím dvanácti měsících. Hlavními důvody jsou ceny elektřiny nižší než v sousedním Německu, avšak v následující letech dojde plně ke konvergenci k cenovým úrovním ve střední Evropě. Dále silný podíl na domácím trhu, nízké zadlužení oproti konkurenci, nižší náklady na výrobu elektřiny, velký objem volného cash flow, akvizice v regionu střední a jihovýchodní Evropa a možné budoucí vyšší využití atomové elektrárny JE Temelín. Při pohledu na technickou analýzu doporučuji pro krátký časový horizont dokupování akcií a to do výše psychologické hranice odporu 1100,- Kč, pokud nedojde k obratu v tržním sentimentu a prudším výprodejům na světových trzích, jinak se držet růstového trendového kanálu. Ze střednědobého časového horizontu bych raději započal s vybíráním krátkodobých zisků s následným otevřením long pozic a s velmi opatrným výhledem do budoucna a mít na paměti možnou korekci či kratší klesající fázi. Pro dlouhodobý časový horizont je technická analýza nevhodným analytickým nástrojem.

V podstatě jsem se poprvé setkal s tak rozsáhlou a pro mne velice zajímavou problematikou, která, upřímně řečeno, byla nad moje síly a dosavadní zkušenosti. Nicméně jsem měl možnost se seznámit s uvedenými postupy a modely používaných při stanovení

fair value akcie. Tato metoda mě velmi zaujala a překvapila svojí velkou rozsáhlostí a náročností, ať již při výběru správného modelu či při odhadu míry růstu nebo analytikem subjektivně predikovan volný tok hotovosti.

Seznam literatury

- [1] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. ISBN 80-86119-55-6.
- [2] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro 3. tisíciletí*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-1438-8.
- [3] VESELÁ, J. *Analýzy trhu cenných papírů*. 1. vyd. 2. díl. VŠE, 2003. ISBN 80-245-0506-1.
- [4] PAVLÁT, V. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2003. ISBN 80-86419-33-9.
- [5] FOLEY, B. J. *Capital markets*. 1st edition. Macmillan, 1991. ISBN 0333523334.
- [6] GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 2. rozšířené vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-1205-9.
- [7] JÍLEK, J. *Finanční trhy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-453-3.
- [8] ŘÍHA, J. *Technická analýza cenných papírů*. Newsletter Praha, 1995. ISBN 80-901779-9-9.
- [9] SEKERKA, B. *Cenné papíry a kapitálový trh*. Profess, 1996. ISBN 80-85235-41-2.
- [10] KOHOUT, P. *Peníze, výnosy a rizika*. Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-06-8.
- [11] ČEZ [online]. [citace 28.4. 2007]. Dostupné z <<http://www.cez.cz>>
- [12] BCPP [online]. [citace 16.4. 2007]. Dostupné z <<http://www.pse.cz>>
- [13] Czechwealth [online]. [citace 6.5. 2006]. Dostupné z <<http://www.czechwealth.cz>>
- [14] Cyrrus [online]. [citace 14.12. 2006]. Dostupné z <<http://www.cyrrus.cz>>
- [15] Raiffeisen Bank [online]. [citace 6.5. 2007]. Dostupné z <<http://www.raiffeisenbank.cz>>
- [16] Patria Finance [online]. [citace 26.3. 2007]. Dostupné z <<http://www.patria.cz>>

Seznam příloh

Příloha č. 1: Výpis z obchodního rejstříku	4 listy
Příloha č. 2: Organizační struktura Skupiny ČEZ	1 list
Příloha č. 3: Vedení společnosti Skupiny ČEZ	1 list
Příloha č. 4: Konsolidovaná rozvaha Skupiny ČEZ	1 list
Příloha č. 5: Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty Skupiny ČEZ	1 list
Příloha č. 6: Konsolidovaný přehled o peněžních tocích Skupiny ČEZ	1 list
Příloha č. 7: Grafy technické analýzy akcie ČEZu	4 listy