

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Diplomová práce

**Využití fundamentální akciové analýzy pro odhad kurzu
zvoleného cenného papíru**

Petr Žalud

© 2016 ČZU v Praze

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Využití fundamentální akciové analýzy pro odhad kurzu zvoleného cenného papíru" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 30.11.2016

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Daniele Pfeiferové, Ph.D. za cenné rady při vedení mé diplomové práce.

Využití fundamentální akciové analýzy pro odhad kurzu zvoleného cenného papíru

Souhrn

Tato diplomová práce se zaměřuje v první části na teoretické seznámení s fundamentální analýzou a ve druhé části je fundamentální analýza praktikována na společnost O2 Czech Republic a.s. Cílem diplomové práce je zjistit vnitřní hodnotu akcie podle zvolených oceňovacích modelů a porovnat je s cenou tržní a na závěr vydat investiční doporučení ohledně zvolené akcie.

Globální analýza zkoumá makroekonomické podmínky, které mají vliv na dlouhodobý vývoj finančních trhů. Odvětvová analýza je zaměřena na telekomunikační sektor, kde jsou posouzeny faktory mající vliv na zvolené odvětví. Ve firemní analýze je provedena finanční analýza společnosti a na závěr jsou vypočítány vnitřní hodnoty akcie společnosti O2 Czech Republic a.s.

Klíčová slova: akcie, dividenda, finanční analýza, fundamentální analýza, globální analýza, vnitřní hodnota akcie

The Using of Fundamental Analysis to Evaluate the Price of the Chosen Stock

Summary

In the first part the diploma thesis is focused for introduction to fundamental analysis and in the second part is the fundamental analysis practiced on O2 Czech Republic a.s. The aim of the diploma thesis is to determine the intrinsic value of stocks selected valuation models and compare them with the market price, and finally issue investment recommendations on selected shares.

Global Analysis examines the macroeconomic conditions that affect in the long-term the financial market. Sectoral analysis is focused on the telecommunications sector, where factors affecting the selected sectors are assessed. In corporate analysis, financial analysis is made and in the end intrinsic value of shares O2 Czech Republic a.s. is calculated.

Keywords: dividend, financial analysis, fundamental analysis, intrinsic value , share

Obsah

| | |
|--|-----------|
| Úvod | 12 |
| Cíl práce a metodika..... | 13 |
| 1.1 Cíl práce | 13 |
| 1.2 Metodika..... | 13 |
| Fundamentální analýza | 15 |
| 1.3 Globální analýza..... | 15 |
| 1.3.1 HDP | 16 |
| 1.3.2 Úrokové sazby | 17 |
| 1.3.3 Peněžní nabídka | 18 |
| 1.3.4 Inflace | 18 |
| 1.3.5 Daně | 19 |
| 1.3.6 Vládní výdaje..... | 19 |
| 1.3.7 Ekonomické a politické šoky | 20 |
| 1.4 Odvětvová analýza | 20 |
| 1.4.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus | 20 |
| 1.4.2 Tržní struktura odvětví..... | 21 |
| 1.4.3 Životní cyklus odvětví | 22 |
| 1.4.4 Vliv regulatorních orgánů..... | 23 |
| 1.5 Firemní analýza..... | 23 |
| 1.5.1 Poměrové ukazatele finanční analýzy..... | 23 |
| 1.5.1.1 Analýzy zadluženosti, majetkové a finanční struktury..... | 24 |
| 1.5.1.2 Analýza likvidity | 25 |
| 1.5.1.3 Analýza rentability | 26 |
| 1.6 Oceňovací metody..... | 27 |
| 1.6.1 Dividendové diskontní modely – DCF | 28 |
| 1.6.1.1 Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby | 29 |
| 1.6.1.2 Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby..... | 29 |
| 1.6.1.3 Jednostupňové diskontní modely..... | 29 |
| 1.6.1.4 Gordonův model | 30 |
| 1.6.2 Ziskové modely..... | 30 |
| 1.6.2.1 P/E ratio | 31 |
| 1.6.2.2 Ukazatel P/BV | 32 |
| 1.6.2.3 Ukazatel P/S ratio | 34 |
| 1.7 Cash flow modely..... | 34 |
| 1.7.1 Metoda diskontovaného cash flow..... | 34 |

| | | |
|--|---|-----------|
| 1.7.2 | Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele – FCFF | 36 |
| 1.7.2.1 | Jednostupňový model s konstantním růstem | 36 |
| Vlastní práce | | 38 |
| Základní informace o oceňovaném podniku | | 38 |
| 1.8 | Identifikační údaje | 38 |
| 1.9 | Předmět podnikání | 38 |
| 1.10 | Struktura akcionářů a majetkové účasti | 39 |
| 1.11 | Orgány a vedení společnosti | 41 |
| 1.12 | Charakteristika společnosti | 41 |
| 1.12.1 | Historie | 41 |
| 1.12.2 | Rozdělení společnosti | 42 |
| 1.13 | Globální analýza | 44 |
| 1.13.1 | Úrokové sazby | 45 |
| 1.13.2 | Peněžní zásoba | 46 |
| 1.13.3 | Inflace | 47 |
| 1.13.4 | Daně | 47 |
| 1.13.5 | Vládní výdaje | 48 |
| 1.14 | Odvětvová analýza | 49 |
| 1.14.1 | Citlivost odvětví na hospodářský cyklus | 49 |
| 1.14.2 | Tržní struktura odvětví | 49 |
| 1.14.3 | Životní cyklus odvětví | 50 |
| 1.14.4 | Vliv regulačních orgánů | 50 |
| 1.15 | Finanční analýza | 52 |
| 1.15.1 | Analýza účetní politiky | 52 |
| 1.15.2 | Analýza účetních výkazů | 53 |
| 1.15.2.1 | Analýza výkazu zisku a ztrát | 53 |
| 1.15.2.2 | Analýza rozvahy | 54 |
| 1.15.2.3 | Analýza výkazu peněžních toků | 55 |
| 1.16 | Poměrové ukazatele finanční analýzy | 56 |
| 1.17 | Ziskové modely | 58 |
| 1.18 | Výpočty vnitřní hodnoty akcie | 58 |
| 1.18.1 | Dividendový model | 59 |
| 1.18.2 | Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele – FCFF | 59 |
| 1.18.3 | Diskontované cash flow | 60 |
| Závěr | | 61 |
| Seznam literatury | | 63 |
| Seznam internetových zdrojů | | 65 |

| | |
|-----------------------------|-----------|
| Seznam obrázků | 66 |
| Seznam tabulek | 67 |

Úvod

V současné době přestávají platit finanční zákonitosti, které byly před pár lety pouze teoreticky popsány, ale teď se staly realitou. Je řeč například o záporných úrokových sazbách, kdy věřitelé jsou ochotni zaplatit za to, že mohou dlužníkovi půjčit.

Proto je čím dál tím více obtížnější najít vhodnou alokaci kapitálu. Jelikož se dříve dobře známé bezpečné finanční přístavy, jako jsou státní dluhopisy, prodávají s nulovými či zápornými úroky, dochází v nejvyspělejších ekonomikách k prudkému růstu cen akcií na kapitálových trzích, z důvodu nemožnosti návratu kapitálu do jiných aktiv. Bohužel se to nedá zcela říci o Burze cenných papírů v Praze, která se nachází na opačné straně růstové trajektorie. Díky této situaci je možné na české burze koupit akciové tituly, které přinášejí nejvyšší dividendy v regionu. Když se investoři rozhodují, kam umístit své finanční prostředky, měli by věnovat zvýšenou pozornost akciovým titulům v době, kdy státní dluhopisy přestávají díky monetární politice centrálních bank ve vyspělých zemích přinášet rozumný výnos, zda vůbec nějaký vynášejí. A jak nás finanční krize z roku 2008 přesvědčila, ani státní dluhopisy nelze považovat za bezrizikové, což přináší otázku, proč do nich vůbec při dané situaci investovat.

Stabilní firmy, které jsou schopny po delší dobu generovat hotovost a zisk, se nabízejí jako vhodní adepti do zařazení investičního portfolia. Na Burze cenných papírů v Praze jich je hned několik. I z tohoto důvodu byla vybrána pro tuto diplomovou práci společnost O2 Czech Republic, a. s. O2 nabízí poměrně vysokou dividendu a vzhledem k jejímu jedinečnému kroku, kterým bylo rozdělení společnosti na mobilní a infrastrukturní část jako první na světě, lze u ní předpokládat zvýšenou dynamičnost oproti jejím konkurentům.

Společnost je analyzována pomocí fundamentální analýzy, která se dělí na tři podúrovně. První z nich je globální analýza, která je zaměřená na faktory ovlivňující celé ekonomické prostředí. Druhou částí je analýza odvětví mobilních operátorů. Třetí část, jež je pro samotnou valuaci ceny akcie nejdůležitější, se věnuje analýze samotné firmy O2 Czech Republic, a.s. V této části jsou vypočteny a posouzeny finanční ukazatele a modely pro ocenění ceny akcie společnosti. Na závěr jsou výsledky diplomové práce zhodnoceny a je dáno doporučení, jak s akciemi společnosti naložit.

Cíl práce a metodika

1.1 Cíl práce

Cílem praktické části diplomové práce bude na základě provedené akciové analýzy odhadnout vývoj kurzu zvolené akcie a navrhnout investorské doporučení.

Cílem literární rešerše bude charakteristika akcií a akciových analýz se zaměřením na fundamentální akciovou analýzu.

1.2 Metodika

V literární rešerši diplomové práce bude popsáno využití fundamentální analýzy, která je rozdělena do tří částí. V první části literární rešerše bude popsána globální analýza, která bude zkoumat ekonomické faktory, které ovlivňují ekonomiku na národní úrovni. Budou v ní popsány ukazatele HDP, úrokové sazby, peněžní nabídka, inflace, daně, vládní výdaje a ekonomické a politické šoky. Ve druhé části bude teoreticky popsána odvětvová analýza, zaměřující se na specifika a faktory, kterým si dané odvětví prochází. V odvětvové analýze budu popisovat citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní strukturu odvětví, životní cyklus odvětví a vliv regulátorů. Třetí část literární rešerše se bude nazývat firemní analýza, která bude popisovat z pohledu ceny akcie nejdůležitější vlivy. Nejdříve budou popsány poměrové ukazatele z hlediska zadluženosti a finanční struktury. Následovat budou oceňovací metody, podle kterých bude vypočítána v praktické části vnitřní hodnota akcie. Popsán bude dividendový diskontovaný model, následovaný ziskovými modely a na závěr budou popsány metody diskontovaného cash flow.

V praktické části budou výše popsané metody aplikovány na společnost O2 Czech Republic a.s. Nejdříve budou popsány základní údaje společnosti O2 Czech Republic a.s. jako jsou identifikační údaje, předmět podnikání, struktura akcionářů společnosti a vedení společnosti. Charakteristika bude rozdělena na historii společnosti a dále bude zaměřeno na rozdělení společnosti, které bylo ve světě zcela unikátní a bude mít na firmu velmi významný a dlouhodobý vliv. V globální analýze budou konkrétně popsány nejdůležitější makroekonomické ukazatele ovlivňující finanční trhy. Finanční analýza bude vycházet z výroční zprávy za rok 2015, finanční výkazy budou od období 1.1. 2015 do 31.12. 2015. Analyzován bude výkaz zisku a ztrát, rozvaha a výkaz peněžních toků společnosti. Nadále budou vyhodnoceny ukazatele majetkové struktury, likvidity a rentability. Na závěr práce budou vypočteny hodnoty vnitřní ceny akcie podle zvolených modelů. Výsledné hodnoty

budou porovnány s cenou akcie, která byla na trhu na konci obchodování dne 25.11. 2016. Závěrem bude vydáno investiční doporučení ohledně akcií společnosti O2 Czech Republic a.s.

Fundamentální analýza

Jedná se o jednu z nejpoužívanějších metod při obchodování na trzích. Je založena na ekonomických, politických, statistických a jiných ukazatelích, na základě kterých hledá hodnotu akcie.

Fundamentální analýza vychází z předpokladu, že trh není zcela efektivní a lze na něm nalézt akcie podhodnocené a nadhodnocené. Nadhodnocenou akcií se myslí, že její vnitřní hodnota je nižší, než jak ji oceňuje trh. Naopak podhodnocená akcie má vnitřní hodnotu vyšší, než jak ji oceňuje trh. (Rejnuš, 2011)

Pojem vnitřní hodnota akcie představuje hodnotu (cenu), kterou by měla akcie mít, pokud by měla akcie takovou hodnotu, která jí přísluší. Investiční příležitost leží tedy v rozdílu vnitřní hodnoty akcie a její cenou na trhu. Cílem investora by tedy mělo být s rozumnou mírou jistoty určit vnitřní hodnotu akcie a pokud je větší než na trhu, měl by investor nákup akcie zvážit. Čím bude větší rozdíl mezi hodnotou a akcií, tím získává investor větší bezpečností polštář, pokud by šel scénář vývoje akcie proti němu. (Gladiš, 2005)

Metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie je několik. Bohužel většina z nich není dostatečně objektivní, protože pracují se spoustou subjektivních prvků.

Žádný podnik se nenachází v izolovaném prostředí, a proto je tedy potřeba zohledňovat podmínky celého systému, jehož je podnik součástí. Je nutné analyzovat všechny možné podmínky a vytvořit co nejširší obrázek o faktorech, jenž mohou ovlivňovat kurz akcie. Fundamentální analýzu je tedy možné z tohoto pohledu rozdělit na:

- Globální analýzu – analyzuje ekonomiku jako celek a odhaduje její vliv na společnost
- Odvětvovou analýzu – analyzuje obor, ve kterém společnost podniká
- Analýzu společnosti – odhaduje hodnotu podniku

1.3 Globální analýza

Globální analýza jako součást fundamentální analýzy chápe ekonomiku jako fungující ekosystém. Hlavním úkolem globální analýzy je prozkoumání a zhodnocení vlivu celé ekonomiky na danou akcii. Její funkce spočívá v odhadech hlavních makroekonomických ukazatelů, jako jsou např. HDP, fiskální a měnové politiky, úrokové sazby, inflace a mezinárodní pohyb kapitálu. Predikce makroekonomických ukazatelů jsou poskytovány národní bankou, statistickým úřadem, ministerstvem financí a dalšími institucemi, jenž

poskytují důvěryhodné zdroje dat. Tyto ukazatele mají velmi silný vliv na chování akciového trhu. (Polouček, 2009)

Obtížně se však stanovuje vliv jednotlivých faktorů na ekonomiku, jelikož ekonomika není izolované prostředí a ukazatele nefungují pouze sami o sobě, ale především s ostatními v interakci. Nicméně poskytují určitý vhled a jejich funkce je známá.

V rámci kapitoly globální analýzy budou popsány hlavní faktory ovlivňující ekonomiku.

1.3.1 HDP

Ukazatel hrubého domácího produktu patří bezesporu mezi nejvíce sledované nejdůležitější ukazatele fundamentální analýzy. HDP je peněžní zásoba všech finálních statků a služeb, které byly vyprodukovány za určité období na území určitého státu, jak domácími, tak i zahraničními výrobci. Podobným ukazatelem je hrubý národní produkt. HNP představuje peněžní hodnotu všech finálních statků a služeb vyprodukovaných za určité období, ovšem pouze domácími výrobci, jak na území daného státu, tak i v zahraničí. (Hrbková, 2015). HDP charakterizuje celkový výstup z ekonomiky. Neurčuje však HDP jako sumu všech statků a služeb, ale pouze součet finálních statků a služeb, které slouží ke konečné spotřebě, takže statky, které jsou pouze meziprodukty, se do HDP nezapočítávají. Meziprodukty se v HDP projeví, ale až jako součást finálního výstupu.

HDP lze ocenit tržními cenami za daný rok, tím se dostane nominální HDP neboli HDP v běžných cenách. Změny nominálního produktu jsou způsobeny tím, že:

- Ekonomika vyrábí více (méně) statků
- Dochází ke změnám cen statků

Růst cenové hladiny zvyšuje nominální HDP, a proto není zcela optimální jej používat pro měření výkonnosti ekonomiky. Pokud by byla inflace nulová, tak by nominální HDP dávalo přesný obrázek o ekonomické výkonnosti; tato situace však nastává velmi zřídka.

Pro lepší hodnocení výkonnosti ekonomiky je tedy lepší reálné HDP, které se měří ve stálých cenách. Reálný hrubý domácí produkt se počítá tak, že ceny určitého roku se vezmou jako stálé ceny a zjištěný nominální HDP se ocení cenami tohoto základního období.

Vliv HDP na růst akciových trhů je možné rozdělit na krátkodobý, střednědobý a dlouhodobý horizont.

V krátkodobém horizontu není korelace HDP a trhu tak výrazná jako v ostatních dvou případech. Akciový trh se pohybuje se zpožděním za vývojem ekonomiky.

Střednědobý horizont je již pro investory zajímavější. Pokud trh dostává zprávy o růstu ekonomiky, očekává nově nastolený trend a růst i akciových titulů. Naopak, pokud jsou zprávy negativního charakteru, společně se začne hůře dařit a je očekáván pokles trhu.

V dlouhodobém horizontu je již charakterizován zřejmý trend akcií, kdy jeho vzestup je zapříčiněn dlouhodobým růstem ekonomiky.

1.3.2 Úrokové sazby

Úroková míra patří k ukazatelům, jež ovlivňují finanční trhy velmi silně. Jedná se o nejučinnější nástroj centrální banky. Pohyb, jakým se vydají úrokové sazby, by měl vyvolat opačný pohyb u finančních trhů. Pokud tedy úrokové sazby klesají, finanční trhy rostou.

Tento efekt se dá vysvětlit těmito jevy: (Musílek, 2002)

- Současná hodnota budoucích příjmů určuje cenu akcie. Investoři určují svoji požadovanou výnosnost na základě úrokové míry. Pokud rostou úrokové míry, požadují investoři zároveň vyšší výnosnost ze svých investic.
- Mezi akciovým a dluhopisovým trhem je konkurenční vztah ohledně úrokových měr. Pokud úrokové míry rostou, investoři přesouvají své peníze z akciových investic do dluhopisů, protože se cena peněz zvyšuje. V opačném případě se atraktivita výnosu z dluhopisů snižuje a investoři přesouvají své peníze opět do akcií, které přinášejí zajímavější zhodnocení.
- Úrokové míry mají za následek ovlivnění nákladů firem na finanční zdroje. Pokud dojde ke zvýšení úrokových měr, náklady na investice se zvyšují a rentabilita investic se snižuje. Na druhou stranu jsou firmy pod tlakem a jsou nuceni hledat co nejefektivnější vynaložení svých prostředků.

Centrální banka stanovuje úrokové sazby na základě makroekonomických modelů. Tyto modely mají za úkol predikovat vývoj ekonomických veličin v dané ekonomice. Vycházejí tedy ze známých hodnot ekonomických veličin a zároveň obsahují očekávané hodnoty těchto veličin v budoucnosti. Centrální banky při nastavení úrokových měr zvažují především tyto faktory: (Černohorský a Teplý, 2011)

- Očekávanou míru inflace
- Vývoj cen surovin

- Vývoj úrokových sazeb v zahraničí
- Vývoj kurzu dané měny
- Predikce ekonomického růstu v zahraničí a doma
- Působení fiskální politiky
- Vývoj platební bilance

Centrální banky zvyšují úrokové míry na konci hospodářského růstu, kde centrální banky chtějí utlumit inflační tlaky. Když centrální banky chtějí podpořit růst ekonomiky, uvolní monetární politiku snížením úrokových měr.

1.3.3 Peněžní nabídka

Jedná se o celkové množství peněz, které je dostupné v ekonomice v určitém okamžiku. Peněžní zásobu lze dělit podle typu na tzv. měnové agregáty, které se liší ve vymezení šíře peněz s určitým stupněm likvidity. Změny peněžní zásoby souvisí s cenovou hladinou, měnovým kurzem a hospodářským cyklem. K měření tohoto ukazatele se používají měnové agregáty, které se značí velkým M, po kterém následuje vždy číslice, která udává míru likvidity daného agregátu. Agregát s vyšším stupněm v sobě vždy zahrnuje ten s nižším, a navíc ještě další aktivum s nižším stupněm likvidity.

Vývoj peněžní nabídky se v chování investorů projevuje velmi silně a má přímý vliv na vývoj akciových kurzů. V této souvislosti je uváděn ve vztahu k efektu likvidity. V českých podmínkách je však možno demonstrovat nepřímý vliv peněžní nabídky na reálný výstup ekonomiky. Pokud se peněžní nabídka zvýší, způsobuje vzestup akciových kurzů. V opačném případě, snížení peněžní nabídky způsobí pokles akciových trhů. (Kislingerová, 2001).

Nabídka peněz ovlivňuje akciový trh dvěma hlavními možnostmi. Za prvé, pokud dojde ke zvýšení nabídky peněz, dostanou se investoři k levnějším penězům, které mohou být investovány na akciovém trhu. Další možností je, že podniky mají přístup k levnějším úvěrům, což má za následek, že se jim snižuje financování dluhu a snižují se náklady na investice. A pokud má podnik vhodné podmínky a daří se mu, opět roste jeho hodnota.

1.3.4 Inflace

Inflací se rozumí zvyšování cenové hladiny, která má za následek snižování kupní síly peněz. Inflací se tedy nerozumí růst cen jednotlivých výrobků či služeb, ale obecně růst cenové hladiny v dané ekonomice. Jedná se tedy o vzestup průměrné cenové úrovně

v národním hospodářství, kde ovšem ceny některých výrobků či služeb mohou klesat. Česká národní banka má za cíl udržovat cenovou stabilitu, která představuje rozmezí mezi inflací a deflací: (Jurečka, 2013)

- Cenová stabilita – cenová hladina neroste a ani neklesá
- Deflace – dochází k poklesu cenové hladiny
- Akcelerující inflace – zvyšování míry inflace
- Dezinflace – dochází ke snížení inflace
- Stagflace – situace v ekonomice, kdy ekonomika stagnuje, ale cenová hladina roste
- Slumflace – stav, kdy ekonomika a cenová hladina klesají zároveň

Výrazný růst inflace je považován za špatný pro ekonomiku, a pokud je špatná ekonomická situace, nedaří se ani firmám. To ještě nemusí nutně znamenat pokles akciového trhu, protože investoři se snaží alespoň uchovat nějakou hodnotu, a proto investují do společností na burze.

Podle investora Daniela Gladiše, společnosti, které dokáží odolat vyšší inflaci, jsou ty, jejichž příjem má podobu tantiém z tržeb třetí strany a potřebují k tomu minimum vlastního kapitálu. Jsou to firmy, jejichž příjmy závisí na transakcích třetích osob, rostou spolu s inflací a nepotřebují velké kapitálové investice. (Gladiš, 2015)

1.3.5 Daně

Daně mají přímý vliv na akciové kurzy. Tento vliv lze rozdělit na dvě části. První je zdanění firem a druhé je zdanění dividend.

Čím nižší mají společnosti daně, tím více jim roste zisk po zdanění. Ušetřené peníze, které nebyly zaplacené na daních, může podnik investovat opět do svého podnikání či na vyplacení dividend, čímž opět zvyšuje svoji atraktivitu a s tím roste cena jeho akcií.

Z pohledu investora, atraktivita společnosti stoupá, čímž nižší zdanění je uplatňováno na zdanění dividend. Další položkou, která se daní, je zisk z rozdílu nákupní a prodejní ceny cenného papíru. Tato daň z rozdílu pořizovací a prodejní ceny však bývá v některých zemích odpuštěna po určité délce držení.

1.3.6 Vládní výdaje

Vládní výdaje většinou dosahují několika desítek procent celkového HDP daného státu. Jedná se tedy o velkou částku, která musí být v globální analýze zahrnuta. Stát lze tedy považovat za největšího účastníka trhu.

Fiskální politika státu závisí na ekonomické situaci. Pokud se ekonomice daří, bývají deficity států nízké, pokud však dojde ke zhoršení ekonomické situace, státy dosahují výrazných schodků. Čím je stát zadluženější, tím horší podmínky na finančních trzích dostane a může to negativně ovlivňovat výkon ekonomiky.

1.3.7 Ekonomické a politické šoky

Ekonomické a politické šoky lze charakterizovat jako neočekávatelné události, které nepříznivě ovlivňují fungování ekonomiky. Ekonomické šoky a politické šoky mají negativní vliv na akciový trh, který je velmi citlivý na jakoukoli nestabilitu. Různé šoky zasahují ekonomiku jinou silou. Problémem je, že jsou velmi špatně odhadnutelné a nelze nikdy dopředu určit jejich dopad. Mezi ekonomické šoky patří například ropné šoky, obchodní a cenové války, vznik hyperinflace a výrazné změny devizových kurzů. Politickými šoky se rozumí především válečné konflikty, demise vlád, revoluce, ale také nečekané volební výsledky. (Rejnuš, 2001)

1.4 Odvětvová analýza

Odvětvová analýza posuzuje specifika, faktory a rysy odvětví, ve kterých daná společnost působí. Podnik je ovlivňován celkovou situací v odvětví, ve kterém podniká. Především na vývoj míry zisku, odlišnosti v regulaci odvětví a perspektivách jejich dalšího rozvoje. Při hodnocení společnosti by tedy měl být kladen důraz na životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, kroky regulátorů a tržní strukturu odvětví.

1.4.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Citlivost odvětví na hospodářský cyklus lze rozdělit na: (Ševčík, Fuchs a Gabriel, 2001)

- Cyklickou
- Neutrální
- Anticyklickou

Cyklická odvětví jsou charakteristická tím, že vývoj tržeb, zisků a s ním i spojený kurz akcie se odvíjí stejně jako hospodářský cyklus. Pokud ekonomika roste, daří se zároveň i společnostem z cyklických odvětví. V opačném případě, pokud se ekonomice nedaří a klesá, klesají i výkonnostní ukazatele společnosti a jejich hodnota.

Cyklická odvětví lze charakterizovat také jako ta, která produkují statky a služby, jejichž spotřebu lze odložit, kdy bude ekonomická situace příznivější. Do cyklických odvětví lze zařadit společnosti z oblasti cestovního ruchu, stavebnictví, strojírenství, elektroniky.

Pro neutrální odvětví je typické, že nejsou ovlivněna hospodářským cyklem. Zabývají se výrobou nebo službami nezbytných statků s nízkou cenovou elasticitou. Jedná se tedy o statky nutné pro běžný život lidí. Mezi neutrální odvětví se řadí firmy z oblasti potravinářského průmyslu, farmaceutického průmyslu a výroby drogistického zboží.

V případě anticyklických odvětví se jedná o firmy, kterým se daří v období, kdy celkově ekonomika dané země klesá. Dosahují tedy nejvyšších tržeb a zisků v období recese. Tyto společnosti vyrábí zastupitelné a levnější substituty k drahým produktům. (Veselá, 2011)

1.4.2 Tržní struktura odvětví

Dalším významným faktorem ovlivňujícím vývoj odvětví je tržní struktura trhu. Tržní struktura se může lišit podle počtu tržních subjektů působících na trhu, překážek při vstupu na trh, způsobu tvorby cen a nabídky produktů v daném odvětví.

Tržní struktury odvětví lze rozdělit na:

- Monopol
- Oligopol
- Monopolistická konkurence
- Dokonalá konkurence

Monopol je tržní struktura, v níž působí pouze jeden dodavatel nebo obchodník homogenního produktu, pro který neexistují substituty.

Monopoly lze rozlišit podle procesu vzniku na: (Keřkovský, 2004)

- Institucionální, které vznikají podle rozhodnutí vlády; jedná se například o železnice a poštu
- Monopoly ekonomické síly, které vznikají postupně koncentrací a centralizací kapitálu
- Tajné monopoly, které vznikají na základě tajných dohod výrobců a snaží se obejít antimonopolní úřady.

Oligopol je tržní struktura charakteristická tím, že na trhu existuje pouze několik málo výrobců nabízejících rozhodující objem zboží. Oligopol se dále rozlišuje na smluvní oligopoly a oligopoly s dominantní firmou. (Keřkovský, 2004)

- Smluvní oligopol, kartel vzniká tehdy, kdy na trhu existuje několik málo zhruba stejně silných firem, které se tajně dohodnou mezi sebou o cenách a rozdělení trhu.
- Oligopol s dominantní firmou vzniká tehdy, kdy na trhu je jeden dominantní ekonomický subjekt a menší počet podobně silných firem.

Monopolistická konkurence je tržní struktura, kdy na daném trhu je velký počet výrobců, ale výrobci si díky vysoké diferenciaci výrobků fakticky nekonkurují. Vstupy do odvětví jsou relativně nízké a nebrání vstupu nové konkurence. (Keřkovský, 2004)

Dokonalá konkurence je pouze teoretická tržní struktura, kdy je na trhu mnoho výrobců a žádný z nich není schopen ovlivnit cenu výrobků. Jsou to tzv. příjemci ceny, kteří cenu přebírají z trhu a ne naopak. Každý na trhu má tak malý tržní podíl, že nemůže svým příchodem či odchodem trh ovlivnit. (Jurečka, 2010)

1.4.3 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví se dá přirovnat biologickému cyklu. Délka cyklu může prodlužovat inovace a další opatření, a proto je třeba být připraven na to, že se podmínky v odvětví a ekonomické klima mohou měnit. Poznání fází životního cyklu je důležité pro efektivní a úspěšnou konkurenci. Podnik by se měl snažit nezaniknout, i přesto, že zaniká samotné odvětví.

Životní cykly jsou nazvány:

- Vznik
- Růst
- Dospělost (zrání)
- Úpadek

Ve fázi vzniku přicházejí podniky s invencemi a inovacemi nového produktu na trh. Z počátku bývají velmi vysoké nároky na investice. Spotřebitelé váhají s nákupem nových výrobků a podniky potřebují zdroje na podporu nového produktu a jeho expanzi.

Ve fázi růstu se prosazují individuální inovace a pomalu začíná proces diferenciacie. Spotřebitelé mohou začít udržovat loajalitu k určité značce. Celková hodnota a atraktivita celého odvětví se výrazně zvyšuje.

Ve fázi zralosti podniky získávají výhodu nad konkurencí, která se zostřuje z důvodu většího počtu konkurentů a vzniká hrozba substitutů. V odvětví vzniká cenová konkurence a

kooperace. Podniky se snaží nacházet nové trhy, kde by získaly konkurenční výhodu a expandují do zahraničí.

V poslední fázi, zániku, může docházet k válce či pomalé destrukci mezi podniky. Poptávka od spotřebitelů je již plně saturována. Dodavatelé mohou z trhu odcházet. Podniky ztrácející dosavadní poptávku, mohou vytvářet nové produkty, či dokonce nová odvětví.

Pohledů na životní cyklus je mnoho. U každého odvětví se vývoj může značně lišit a někdy je dokonce obtížné určit, v jaké fázi životního cyklu se odvětví právě nachází. Charakter konkurence je v každé fázi u různých odvětví jiný.

(Dvořáček a Slunčík, 2012)

1.4.4 Vliv regulatorních orgánů

V dnešní době jsou téměř všechna odvětví ekonomiky regulována ze strany státu. Některých odvětví se regulace týká více než jiných. Větší míru regulace lze očekávat u odvětví, jež mají strategický význam pro stát. Forma regulace může nabývat různých podob, jako například udělování licencí pro vstup do odvětví, poskytování dotací, regulace cenotvorby stanovením maximální výše. Pokud je regulace mírná a opodstatněná, měla by přinášet užitek, avšak pokud je regulace přemíry, dochází k narušení konkurenční soutěže a trpí tím především spotřebitelé. Odhadnout tedy míru prospěšné regulace je velmi obtížné.

Udělování licencí pro vstup do odvětví je častou formou regulace. Tato regulace omezuje počet firem, což většinou vede ke vzniku oligopolu. Stanovení cenových stropů je další formou regulace. Cílem této regulace je omezit ziskovost podniků působících v daném odvětví a chránit tím spotřebitele. Další regulací je poskytování dotací a subvencí společností. Cílem těchto opatření je podpora rozvoje daného odvětví převážně pomocí snížení vstupních nákladů výroby.

1.5 Firemní analýza

Firemní analýza bude rozdělena na dvě části. První částí budou poměrové finanční ukazatele, které ukáží hlavní ukazatele z pohledu zadluženosti, likvidity a rentability.

Druhou částí budou již oceňovací metody firemní fundamentální analýzy, kde budou rozebrány dividendové, cash flow a ziskové modely.

1.5.1 Poměrové ukazatele finanční analýzy

Poměrové ukazatele patří mezi základní nástroje finanční analýzy. Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů je oblíbená, protože umožňuje získat celkem rychlou

představu o finanční situaci společnosti. Podstatou této analýzy je, že dává do poměru různé položky rozvahy, výkazu zisku a ztráty a cash flow. Je tedy možné získat celé množství poměrových ukazatelů. V praxi se však používá několik základních ukazatelů, které jsou roztrženy do skupin podle jednotlivých oblastí hodnocení hospodaření a finančního zdraví podniků. Do těchto skupin patří zejména ukazatele likvidity, rentability, aktivity a ukazatele kapitálového trhu. (Knápková a Pavelková, 2010)

1.5.1.1 Analýzy zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, které podnik nese při daném poměru vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Čím vyšší zadluženost na sebe podnik bere, tím vyšší riziko na sebe přebírá, jelikož musí být schopen dostát svým závazkům, bez ohledu na to, jak se mu aktuálně daří.

Určitá výše zadlužení je pro podnik užitečná, jelikož cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní. Je to dáno skutečností, že úroky z cizího kapitálu snižují daňový základ podniku, protože úrok jako součást nákladu snižuje zisk, ze kterého se platí daně.

Náklady spojené se získáním příslušného druhu kapitálu závisí i na době jeho splatnosti. Čím je totiž doba splatnosti příslušného druhu kapitálu delší, tím vyšší cenu za něj musí uživatel zaplatit. Proto je tedy krátkodobý cizí kapitál levnější; věřitel nese nižší riziko než u půjčky dlouhodobé.

Při posouzení jednotlivých druhů kapitálu z hlediska jejich riskantnosti pro uživatele platí, že vlastní kapitál je nejméně riskantním kapitálem, nejbezpečnějším zdrojem financování, protože nepožaduje splacení, nevyžaduje stálé úrokové platby bez ohledu na dosažený zisk. Na druhou stranu vlastník vlastního kapitálu platí cenu nejvyšší.

Z toho vyplývá, že by každý podnik měl usilovat o optimální finanční strukturu, tzn. o co nejvýhodnější poměr vlastního a cizího kapitálu. (Knápková a Pavelková, 2010)

1.5.1.1.1 Celková zadluženost

Celková zadluženost se považuje za nejzákladnější ukazatel zadluženosti. Doporučená hodnota podle odborné literatury bývá v rozmezí mezi 30 - 60 %. Avšak u posuzování zadluženosti je nutné respektovat podmínky v daném odvětví. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva celkem}}$$

1.5.1.1.2 Míra zadluženosti

Dalším často využívaným ukazatelem je míra zadluženosti, která pro výpočet poměruje cizí a vlastní kapitál. Tento ukazatel je důležitý pro banky, pokud se podnik snaží získat úvěr. Míra zadluženosti signalizuje, do jaké míry by mohly být ohroženy nároky věřitelů. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Míra zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

1.5.1.1.3 Úrokové krytí

Tento ukazatel charakterizuje výši zadluženosti pomocí schopnosti podniku splácet úroky. Úrokové krytí je v případě financování cizími úročenými zdroji velmi významné. Pokud má hodnotu 1, znamená to, že podnik vytvořil zisk, který stačí na splacení úroků věřitelům, avšak na stát v podobě daní a na vlastníky již nic nezbylo. Literatura obvykle uvádí, že by hodnota ukazatele měla být ideálně vyšší než 5. (Knápková a Pavelková, 2010)

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

1.5.1.2 Analýza likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku dostát svým závazkům. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možno platit, s tím, co je nutno zaplatit. Podle míry jistoty, která je požadována, se dosazují do čitatele majetkové složky s různou dobou likvidnosti. Základní ukazatele pracují s položkami oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů. Za krátkodobé cizí zdroje jsou považovány krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry a dále finanční výpomoci. (Knápková a Pavelková, 2010)

1.5.1.2.1 Ukazatel běžné likvidity (likvidita III. stupně)

Tento ukazatel značí, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje podniku. Při výpočtu by měla být zvážena struktura zásob a jejich realistické ocenění vzhledem k jejich prodejnosti. Doporučená hodnota by měla být v rozmezí okolo 1,5 - 2,5. Při rovnosti oběžného majetku a krátkodobých závazků, tedy pokud je hodnota ukazatele rovna 1, je podniková likvidita poměrně riziková. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}}$$

1.5.1.2.2 Likvidita z provozního cash flow

Pro hodnocení likvidity se používají ukazatele likvidity založené na cash flow společnosti. V běžné hospodářské praxi může nastat situace, kdy společnost nemá potřebnou hotovost na své fungování. Zvýšená potřeba prostředků může nastat s růstem společnosti. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Likvidita z provozního cash flow} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}}$$

1.5.1.3 Analýza rentability

Rentabilita neboli výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti tvořit zisk použitím investovaného kapitálu, tj. vytvářet nové zdroje. Jedná se o formu vyjádření míry zisku, která v tržní ekonomice slouží jako hlavní kritérium pro alokaci kapitálu. Nejčastěji používané ukazatele ziskovosti jsou: rentabilita tržeb, rentabilita celkového kapitálu, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita investované kapitálu (Knápková a Pavelková, 2010)

1.5.1.3.1 Rentabilita tržeb (ROS)

Rentabilita tržeb vyjadřuje ziskovou marži. Čím vyšší je marže podniku, tím vyšší bezpečnost pro podnik to znamená a nemělo by ho ohrozit její krátkodobé snížení. V čitateli ve zlomku se může uvádět zisk před zdaněním nebo EBIT. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby}}$$

1.5.1.3.2 Rentabilita celkového kapitálu (ROA)

Tento důležitý ukazatel, který měří výkonnost neboli produkční sílu podniku, poměruje zisk a celková aktiva bez ohledu na způsob jejich financování. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Aktiva}}$$

1.5.1.3.3 Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Měřením ROE se vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu. Rentabilita by se měla ideálně pohybovat nad průměrem úročení dlouhodobých vkladů. Rozdíl mezi úročenými vklady a ukazatelem ROE je odměnou vlastníků za podstoupené riziko. Rentabilita vlastního kapitálu by měla být posuzována z dlouhodobějšího horizontu, protože krátkodobě může docházet k výkyvům, které ještě nemusí znamenat problémy podniku. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

1.5.1.3.4 Rentabilita investovaného kapitálu (ROI)

V pojmání tohoto ukazatele neexistuje jednoznačná shoda, ale nejčastěji bývá používán jako ukazatel, který měří výnosnost dlouhodobého kapitálu vloženého do majetku podniku. (Knápková a Pavelková, 2010)

$$\text{Rentabilita investovaného kapitálu} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Dlouhodobý kapitál}}$$

1.6 Oceňovací metody

Cílem firemní fundamentální analýzy je najít vnitřní hodnotu podniku. Vnitřní hodnotou se rozumí hodnota, za kterou by se měla daná firma na trhu prodávat. Vnitřní hodnotu je potřeba znát, aby mohla být porovnána s tržní hodnotou. Na základě tohoto porovnání se investor rozhodne, zda akcie nakoupí, prodá nebo si je případně ponechá.

Tabulka 1 - Porovnání vnitřní hodnoty s tržní cenou

| Porovnání | Ohodnocení akcie | Investiční doporučení |
|------------------------------|---------------------|-----------------------|
| Vnitřní hodnota > tržní cena | Podhodnocená akcie | Nákup akcie |
| Vnitřní hodnota < tržní cena | Nadhodnocená akcie | Prodej akcie |
| Vnitřní hodnota = tržní cena | Výnos je rovnovážný | Držet akcie |

Zdroj: Vlastní zpracování

Ceny akcií jsou velmi volatilní, pohybují se výrazně více než vnitřní cena akcie. Pokud by se ceny akcií pohybovaly podle teorie efektivních trhů, nemohlo by docházet k takto významným pohybům. Proto je tedy dobré se soustředit na vnitřní hodnotu akcie, protože na tom záleží budoucí výnos, nikoli na krátkodobých pohybech trhu.

Podle investora Daniela Gladiše by mělo být cílem nalézt akcie, jejichž cena je významně podhodnocena oproti vnitřní ceně. Tím investor získává bezpečností polštář, pokud by se cena na trhu vyvíjela proti investorovu očekávání. (Gladiš, 2005)

Základem pro stanovení vnitřní hodnoty akcie jsou data o společnosti, která lze nalézt v jejich finančních výkazech.

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie se používá několik metod. Modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie jsou:

- dividendové modely
- cash flow modely
- ziskové modely
- historické modely
- bilanční modely
- kombinované modely.

Cash flow modely, ziskové modely a dividendové diskontní modely jsou považovány za nejvíce přesné, a proto s nimi bude v této práci počítáno.

1.6.1 Dividendové diskontní modely – DCF

Tyto modely jsou mezi investory velmi rozšířené, a to pro jejich značnou jednoduchost. Jak vyplývá z jejich názvu, metoda počítá s diskontováním, jenž obnáší převod budoucích příjmů z akcie na současnou hodnotu. Znamená to tedy, že vnitřní hodnota akcie je

dána současnou hodnotou veškerých výnosů, které akcie přinese v budoucnu. Dividenda je výnos z držby akcie. Existují podniky, které vyplácejí dividendu pravidelně a v podobné výši, ale pak tu jsou podniky, které dividendu nevyplácejí buď vůbec, nebo v nepravidelných intervalech a výších. Proto se dělí dividendové diskontní modely na modely s konečnou držbou a na modely s nekonečnou držbou. Ale také na modely podle výše a proměnlivosti dividendy na jednostupňové a dvoustupňové. (Štýbr, 2011)

1.6.1.1 Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby

Peněžní příjem v podobě prodejní ceny je uvažován pouze v minoritní skupině dividendových diskontních modelů, které předpokládají budoucí brzký prodej nakoupené akcie, tedy ve skupině dividendových diskontních modelů, které jsou označovány jako modely s konečnou dobou držby. Jelikož přesný odhad prodejní ceny ve střednědobém a dlouhodobém horizontu není možný, tvoří skupinu dividendových diskontních modelů s konečnou dobou držby pouze modely s velmi krátkým uvažovaným časovým horizontem držby. Názory na přesnost těchto modelů se mezi analytiky liší, nicméně časový horizont, kdy mohou tyto modely poskytovat ještě relevantní informace, se odhaduje v rozmezí jednoho až dvou let, ne však více než tři let. (Veselá, 2003)

1.6.1.2 Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby

Pro akcie, u kterých se prodej nepředpokládá, nebo je doba jejich držení dostatečně dlouhá, je vhodné použít dividendový diskontní model, který se označuje jako model s nekonečnou dobou držby. Vnitřní hodnota akcie je dána současnou hodnotou veškerých budoucích dividendových plateb. Prodejní cena v tomto modelu nefiguruje, nicméně z dividendového diskontního modelu vyplývá, že budoucí vnitřní cena akcie je v tomto typu obsažena. Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby tedy při adekvátních a přesných vstupech odrážejí vnitřní hodnotu akcie z dlouhodobého hlediska. Nezahrnují ovšem krátkodobé odchylky kurzu od vnitřní hodnoty. V tomto případě musí být použit diskontní model s konečnou dobou držby. (Veselá, 2003)

1.6.1.3 Jednostupňové diskontní modely

Pro jednostupňové dividendové modely je charakteristické, že pracují s jednou, po celé uvažované období držby, neměnnou veličinou míry růstu či poklesu dividend, a proto jsou označovány jako modely s konstantním, kontinuálním růstem či poklesem.

Jednostupňový model lze vytvořit jako konečný a nekonečný. Ale z praktického hlediska se jednostupňové diskontní modely používají převážně s nekonečnou dobou držby.

1.6.1.4 Gordonův model

Nejpopulárnější jednostupňový diskontní model s nekonečnou dobou držby byl vytvořen Myronem J. Gordonem. Tento Gordonův dividendový model bývá označován jako jeden z nejpropracovanějších a nejjednodušších modelů pro ocenění akcií.

Typickým znakem Gordonova modelu je použití míry růstu či poklesu dividend. Veličinu míry růstu dividend stejně jako další vstupní veličinu výnosovou míru model uvažuje jako konstantní, pro celou dobu držby, u které se předpokládá, že je nekonečná. Další vstupní veličina modelu je velikost výplaty dividendy. (Veselá, 2003)

Pro Gordonův model je potřeba splnit určitá kritéria; těmi jsou:

- Požadovaná výnosová míra musí být vyšší než míra růstu dividendy
- Růst či pokles dividendy musí vykazovat stejné tempo
- Není předpokládán prodej akcie v budoucnu
- Podnik musí vyplácet dividendu

Aby model vykázal věrohodné hodnoty, je potřeba určit výnosovou míru a míru růst dividend s přesností. Výhodou tohoto modelu je jeho relativní nenáročnost vstupních dat oproti jiným modelům. Vzorec modelu je: (Gladiš, 2005)

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0 (1 + g)}{k - g}$$

Kde: V_0 je vnitřní hodnota akcie

g je míra růstu dividend

k je požadovaná výnosová míra

D_0 je vyplácená běžná dividendy

D_1 je očekávaná dividendy v příštím roce

1.6.2 Ziskové modely

Ziskové modely se také řadí mezi nepoužívanější metody pro určování vnitřní hodnoty akcie. Jejich podstatou je, že vycházejí z velikosti očekávaného zisku. Konstrukce ziskových modelů je založena na poměrovém ukazateli P/E. Dalšími, avšak méně

používanými, jsou ukazatele P/BV a P/S. Metody ziskových modelů se používají pro investiční horizont několika málo let.

1.6.2.1 P/E ratio

Ukazatel P/E je mezi investory velmi oblíbený, jelikož je snadno dostupný a srozumitelný i pro laickou veřejnost. Jedná se o zkratu z anglického price/earnings ratio. Je to tedy poměr mezi cenou akcie a jejím ziskem na jednu akcii. Informace, kterou tento indikátor přináší, je, za koliknásobek čistého zisku se daná akcie podniku obchoduje na trzích. Analyticky je poměr P/E používán při porovnání jednotlivých akcií z pohledu očekávaných výnosů v budoucnu. Chybou při porovnání společností pomocí P/E bývá, že se porovnávají společnosti z různých odvětví, protože každé odvětví má svá specifika a může se obchodovat v průměru za jiné P/E. To samé platí i pro jednotlivé země, kdy se na vyspělých trzích budou společnosti prodávat v průměru za vyšší násobky zisku, než tomu bude na trzích rozvíjejících. Další, na co je třeba brát zřetel při porovnání mezi společnostmi z rozdílných zemí, jsou faktory typu inflace, růstový potenciál či rozdílná účetní metodika.

1.6.2.1.1 Běžné P/E

Nejčastěji se uvádí běžné P/E ratio, které podává investorům informaci, jaký je poměr aktuálního kurzu akcie a jejího čistého zisku na akcii. Problémem běžného P/E bývá, že pokud uběhla delší doba od zveřejnění posledního zisku, tak mohlo dojít ke změně podmínek a je již předem jasné, že se bude poměr při dalším zveřejnění zisku výrazně měnit.

$$P_0/E_0 = \frac{P_0}{E_0}$$

Kde P_0 je aktuální tržní cena akcie

E_0 je posledně zveřejněný zisk na akcii

Ukazatel pomáhá určit, zda je akcie vůči svým konkurentům nadhodnocená či podhodnocená.

1.6.2.1.2 Normální P/E

Normální P/E ratio, na rozdíl od běžného, poskytuje nástroj pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Oproti běžnému P/E, normální P/E používá očekávaný zisk na akcii v příštím období. Normální P/E je odvozeno podle Gordonova diskontovaného dividendového modelu, kde

dividenda v jednostupňovém dividendovém diskontním modelu je nahrazena součinem očekávaného čistého zisku a dividendového výplatního poměru. Vzorec normálního P/E je:

$$V_0 = \frac{E_1 (1 - b)}{k - g}$$

kde V_0 je vnitřní hodnota akcie

b je podíl zadrženého čistého zisku na úrovni společnosti, kde $p + b = 1$

E_1 je očekávaný zisk v příštím období

k je požadovaná míra z akcie

g je míra růstu zisku

Normální P/E ovlivňují tři veličiny: dividendový výplatní poměr, požadovaná výnosová míra a míra růstu zisku.

1.6.2.1.3 Sharpovo P/E ratio

Sharpovo P/E je stejně jako normální P/E odvozeno z Gordonova modelu. Rozdíl od normálního P/E ovšem je, že rovnice je na konci vydělena čistým ziskem na akcii. Vzorec Sharpova P/E je:

$$V_0 = \frac{p (1 + g)}{k - g}$$

kde p je dividendový výplatní poměr

Porovnáním Sharpova P/E ratio jde velmi dobře a snadno porovnat, zda je akcie nadhodnocená či podhodnocená. Pokud je Sharpovo P/E vyšší než běžné P/E, tak se doporučuje nákup cenného papíru, protože by se mělo jednat o podhodnocenou akcii. V případě, že je Sharpovo P/E nižší než běžné P/E, doporučuje se prodej cenného papíru z důvodu nadhodnocení akcie.

1.6.2.2 Ukazatel P/BV

Ukazatel P/BV je zkratka z price/book value. Ukazatel tedy poměřuje kurz akcie k účetní hodnotě akcie, respektive k účetní hodnotě vlastního kapitálu. Tento poměrový indikátor je jednoduchý svým založením a nenáročný na vstupní data. Ukazatel vyjadřuje, kolik je investor schopen zaplatit za jednu korunu vlastního kapitálu. Účetní hodnota vlastního kapitálu se určuje jako rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Takto získaná částka se poté vydělí počtem akcií podniku a získá se účetní hodnota vlastního kapitálu na jednu

akcii. Výhodou tohoto indikátoru je, že jej lze určit i v případě, kdy společnost neprodukuje zisk, což v případě poměrového ukazatele P/E není možné. Nevýhodou ukazatele P/BV je, že se jedná o poměrně zastaralý údaj, pokud není k dispozici aktuální rozvaha společnosti. Další problém může nastat, pokud společnost vykazuje účetnictví jinak, než jaký bývá mezinárodní standart, čímž nastává problém komparace mezi podniky.

1.6.2.2.1 Běžné P/BV ratio

Běžné P/BV ratio je stejně jako běžné P/E nejjednodušší na výpočet. Získá se vydělením aktuální tržní ceny akcie a účetní hodnotou vlastního kapitálu na akcii. Vzorec pro výpočet běžného P/BV je následující:

$$P_0/BV_0 = \frac{P_0}{BV_0}$$

Kde P_0 je aktuální tržní cena akcie

BV_0 je běžná účetní hodnota vlastního kapitálu

1.6.2.2.2 Normální P/BV ratio

Normální P/BV ratio stejně jako normální P/E ratio vychází z Gordonova modelu. Očekávaná dividenda v následujícím roce byla nahrazena součinem očekávaného čistého zisku na akcii a dividendového výplatního poměru. Veličina očekávaného zisku je vyjádřena jako součin ukazatele ROE a očekávané účetní hodnoty akcie v příštím roce. Vzorec pro výpočet je následující:

$$P_0/BV = \frac{ROE * p}{k - g}$$

Kde ROE je rentabilita vlastního kapitálu

P je dividendový výplatní poměr

k je požadovaná výnosová míra

g je míra růstu akcie

1.6.2.2.3 Sharpovo P/BV ratio

Porovnáním Sharpova P/BV a běžného P/BV by mělo opět napovědět, zda je akcie nadhodnocená či podhodnocená. Vzorec pro výpočet je následující:

$$P_0/BV_1 = \frac{ROE * p * (1 + g)}{k - g}$$

1.6.2.3 Ukazatel P/S ratio

Poměrový ukazatel P/S ratio z angl. price/sales ukazuje investorům, za kolikanásobek tržeb společnosti se obchoduje tržní cena akcie. Oproti ukazatelům P/E a P/BV má několik výhod. Pokud podnik netvoří zisk (ztrátu), či je pouze minimální, tak P/E ztrácí svůj význam, kdežto P/S ratio má stále vypovídající hodnotu. Jako další výhodou P/S ratio má v tom, že tržby v účetnictví nezávisí na zvolené metodice, která se může v různých zemích lišit, a proto je možno se na tento ukazatel spolehnout. Další výhodou, kterou tento poměrový ukazatel nabízí, je, že u tržeb stabilních společností nebývají výrazné výkyvy mezi jednotlivými roky, a proto je možné v případě časové řady získat věrný obrázek o vývoji společnosti. Avšak společnost potřebuje z dlouhodobého hlediska generovat zisk, a proto je potřeba při P/S ratio stále sledovat marži. Problémem tohoto ukazatele je, že sice ukazuje poměr tržní ceny akcie k tržbám, ale nezohledňuje případný růst nákladů. Tedy přesto, že rostou tržby společnosti, mohou výrazně růst náklady společnosti, což by mohlo negativně v budoucnu ovlivnit cenu akcie, pokud by se nejednalo o krátkodobé investice podniku. Výpočet tohoto poměrového indikátoru je následující:

$$P_0/S_0 = \frac{P_0}{S_0}$$

Kde P_0 je aktuální tržní cena akcie
 S_0 jsou běžné tržby společnosti

1.7 Cash flow modely

Jak z názvu vyplývá, cash flow modely se počítají na základě cash flow. Podle toků v hotovosti se modely snaží určit vnitřní hodnotu akcie. Modely na základě cash flow se snaží předpovědět budoucí toky hotovosti a převést je na současnou hodnotu.

1.7.1 Metoda diskontovaného cash flow

Cílem této metody je odhadnout budoucí toky hotovosti daného aktiva, protože na tom hodnota daného aktiva záleží především. Je potřeba odhadnout budoucí toky hotovosti v jednotlivých obdobích. (Gladiš, 2015)

„Odhadnou se budoucí toky hotovosti v jednotlivých budoucích obdobích (CF_1 , CF_2 , ... CF_n) a s použitím konceptu časové hodnoty peněz a složeného úrokování se potom vypočte jejich současná hodnota. Praktickým problémem je, že metoda diskontovaného cash flow dává velmi nepřesné výsledky, často se lišící i v řádech.“ (Gladiš, 2015, s. 31)

Ve výpočtech ocenění hodnoty podniku se používá ukazatel diskontní míra. Diskontní míra označuje sazbu, kterou se ve výpočtech diskontují budoucí toky kapitálu na současnou hodnotu. Diskontní míra ve výnosových modelech zahrnuje vyjádření času, rizika investice a nákladů na kapitál. Jak již bylo řečeno dříve, diskontní modely jsou velice citlivé na vstupní data, a proto by měla být diskontní míra určeno co nejvěrněji.

Diskontní míru lze počítat jako náklady na vlastní kapitál nebo ji lze počítat jako náklady vlastního a cizího kapitálu dohromady.

Diskontní míra, která se vztahuje k celému podniku, se nazývá vážené průměrné náklady na kapitál, dále bude použita zkratka WACC (z ang. Weighted Average Cost of Capital). Vychází z kapitálové struktury, jak z vlastních, tak z cizích zdrojů. Cílem podniku je mít co nejoptimálnější kapitálovou strukturu, aby nebyl zbytečně moc překapitalizován, čímž by docházelo k neefektivnímu využití volných prostředků, nebo naopak podkapitalizován, což by ohrožovalo jeho životaschopnost.

Vzorec pro výpočet průměrných kapitálových nákladů je:

$$WACC = r_e E / (E + D) + (1 - T) r_d D / (E + D)$$

Kde:

E – vlastní kapitál

D – celkový dluh

T – daň z příjmu právnických osob

r_e – náklady na vlastní kapitál

r_d – náklady na kapitál věřitelů

Výpočet pro diskontované cash flow je následující: (Gladiš, 2015)

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

Kde CF je cash flow

r je diskontovaná míra (WACC)

1.7.2 Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele – FCFF

Zkratka FCFF je z anglického Free Cash Flow to Firm. Jedná se o volné cash flow, na které mají nárok všichni poskytovatelé kapitálu, tedy jak akcionáři, tak i věřitelé. Volné cash flow znamená, že je možné jej bez větší újmy společnosti odebrat. Volné cash flow je jeden ze základních ukazatelů ziskovosti společnosti. FCFF také ukazuje schopnost společnosti vyplácet dividendy svým akcionářům, či schopnost splácet svůj dluh. Pokud je hodnota volného cash flow záporná, společnost má vážný problém, protože není schopná generovat hotovost na své náklady a investice. Rovnice pro výpočet volného cash flow je:

$$FCFF_t = EBIT_t (1-t) + Odpisy_t - \text{změna } WC_t - Investice_t$$

Kde $FCFF_t$ je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,

$EBIT_t$ – je provozní zisk před zdaněním

t – je sazba daně z příjmů,

WC_t – je pracovní kapitál

Jak je ze vzorce patrné, jedná se o finanční ukazatel, jenž vyjadřuje množství hotovosti generované danou společností po nákladech, daních, změnách v pracovním kapitálu a po odečtení investic. Použití FCFF místo zisku společnosti má výhodu v tom, že zisk může být ovlivňován způsoby účtování nebo odpisy a je tedy citlivější za změny než volné cash flow.

Pracovní kapitál lze vypočítat vzorcem:

$$WC = OA - OL$$

kde:

OA je z anglické zkratky Operating Assets, tedy provozní aktiva, která jsou potřebná na chod společnosti a která neobsahují přebytečnou hotovost. OL je z Operating Liabilities, tedy provozní pasiva, která nenesou úrok.

1.7.2.1 Jednostupňový model s konstantním růstem

Jednostupňový model s konstantním růstem je vhodný pro ohodnocení stabilních firem, u kterých se v budoucnu očekává konstantní míra růstu FCFE. Je vhodný tedy pro společnosti, které se nacházejí na vrcholu životního cyklu, dále pro společnosti

z oligopolního prostředí nebo z regulovaného odvětví. Vzorec pro výpočet je následující:
(Veselá, 2003)

$$P_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g_s}$$

kde P_0 je vnitřní hodnota společnosti

$FCFF_1$ je očekávané FCFF v příštím roce

WACC je veličina průměrných vážených nákladů

g_s je míra růstu FCFF

Vlastní práce

Základní informace o oceňovaném podniku

1.8 Identifikační údaje

| | |
|---------------------------|---|
| Název: | O2 Czech Republic a.s. |
| Sídlo: | Za Brumlovkou 266/2, Praha 4, Michle, PSČ 12022 |
| Telefon: | +420 271 462 076 |
| E-mail: | investor_relations@o2.cz |
| IČ: | 60193336 |
| Obchodní rejstřík: | Rejstříkový soud v Praze, oddíl B, vložka 2322 |
| Právní norma: | akciová společnost |
| Vznik: | 1. ledna 1994 |
| Základní kapitál: | 3 102 200 670 Kč |
| Akcie: | 310 220 057 ks při jmenovité hodnotě 10 Kč 1 ks při jmenovité hodnotě 100 Kč |
| OKEČ: | 62.2 - telekomunikace |

1.9 Předmět podnikání

Hlavním předmětem podnikání společnosti je:

- poskytování nebo zprostředkování spotřebitelského úvěru
- poskytování platebních služeb malého rozsahu
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- provozování převzatého rozhlasového a televizního vysílání
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení
- výkon zeměměřických činností
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- výkon komunikačních činností na území České republiky: a) veřejná pevná síť elektronických komunikací b) veřejná síť pro přenos rozhlasového a televizního

signálu c) veřejná pevná telefonní síť d) veřejně dostupná telefonní služba e) zajišťování veřejné mobilní telefonní sítě f) ostatní hlasové služby (služba je poskytována jako veřejně dostupná) g) pronájem okruhů (služba je poskytována jako veřejně dostupná) h) šíření rozhlasového a televizního signálu (služba je poskytována jako veřejně dostupná) i) služby přenosu dat (služba je poskytována jako veřejně dostupná) j) služby přístupu k síti Internet (služba je poskytována jako veřejně dostupná) k) ostatní hlasové služby (služba není poskytována jako veřejně dostupná)

- činnost účetních poradců, vedení účetnictví
- poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob
- projektová činnost ve výstavbě

1.10 Struktura akcionářů a majetkové účasti

Majoritním akcionářem společnosti O2 Czech Republic a.s. je skupina PPF, jejíž firma PPF Arena 2 B.V. vlastní 73,79 % akcií a druhá firma PPF A3 B.V. vlastní 10,27 % akcií. Zbýlých 15,94 % akcií patří investičním fondům a individuálním vlastníkům.

Tabulka 2 - Struktura akcionářů k 31. prosinci 2015

| | Název | Podíl |
|---|---|---------|
| 1 | PPF Arena 2 B.V. | 73,79 % |
| 2 | PPF A3 B.V. | 10,27 % |
| | Skupina PPF | 84,06 % |
| 3 | Investiční fondy a individuální vlastníci | 15,94 % |

Zdroj: Výroční zpráva 2015 O2 Czech Republic a.s.

Společnost O2 zcela ovládá nebo má podíl v celkem 12 dceřiných společnostech, kde nejvýznamnější z nich je O2 Slovakia s.r.o. Seznam společností je v tabulce č.2.

Tabulka 3 - Dceřiné společnosti O2 Czech Republic a.s.

| Dceřiné společnosti | | |
|-----------------------------------|--|-----------------------------------|
| Obchodní firma | Oblast podnikání | Podíl O2 CZ na uákladním kapitálu |
| O2 Slovakia, s.r.o. | provoz veřejné telekomunikační sítě; poskytování veřejné telekomunikační služby pronájmu telekomunikačních okruhů; samostatný finanční agent v rozsahu povolení Národní banky Slovenska | 100% |
| Internethome, s.r.o. | služby přístupu k internetu na technologii WiFi | 100% |
| O2 Family, s.r.o. | provoz veřejné mobilní komunikační sítě; veřejně dostupná telefonní služba; služby přenosu dat; služby přístupu k síti internet; poskytování nebo zprostředkování spotřebitelského úvěru | 100% |
| O2 TV s.r.o. | provozovatel vysílání televizního kanálu O2 Sport | 100% |
| O2 IT Services s.r.o. | Poskytování služeb v oblasti informačních technologií | 100% |
| Bolt Start Up Development a.s. | financování nových příležitostí (start-up) formou majetkové účasti v jiných společnostech se zajímavými nápady nebo podnikatelským plánem | 100% |
| O2 Business Services, a.s. | poskytování veřejné telefonní služby a jiných hlasových služeb; služeb přístupu k síti internet; služeb pronájmu okruhů; služeb přenosu dat a jiných elektronických služeb | 100% |
| První certifikační autorita, a.s. | poskytování certifikačních služeb v oblasti elektronického podpisu | 23,25% |
| Tesco Mobile ČR s.r.o. | poskytování mobilních služeb elektronických komunikací prostřednictvím sítě O2 CZ | 50% |
| Tesco Mobile Slovakia s.r.o. | poskytování mobilních služeb elektronických komunikací prostřednictvím sítě O2 Slovakia | 50% |
| AUGUSTUS spol s.r.o. | poradenská a zprostředkovatelská činnost v netelekomunikační oblasti | 39,76% |
| TapMedia s.r.o. | vývoj mobilních aplikací | 20% |

Zdroj: Výroční zpráva 2015 O2 Czech Republic a.s.

1.11 Orgány a vedení společnosti

| | |
|--------------------------|--|
| Představenstvo: | Tomáš Budník – předseda představenstva Tomáš Kouřil – místopředseda představenstva Jiří Hrabovský – člen |
| Dozorčí rada: | Martin Štefunko – člen a předseda dozorčí rady Ctirad Lolek Aleš Minx |
| Vrcholové vedení: | Tomáš Budník – generální ředitel Tomáš Kouřil – ředitel divize finance Jiří Hrabovský – ředitel divize Právní a regulatorní záležitosti Ctirad Lolek – ředitel divize Lidské zdroje a služby zaměstnancům Jindřich Fremuth – ředitel divize rezidentní zákazníci Vít Šubert – ředitel divize Firemní zákazníci Michal Dvořák – ředitel divize IT & Operations Václav Hanousek – ředitel divize Network Services |

1.12 Charakteristika společnosti

1.12.1 Historie

Historie společnosti se dá datovat až k roku 1925, kdy vznikl podnik s názvem Československá pošta, který měl pod sebou nejenom poštovní zásilky, ale také telegrafy a telefony. Z tohoto důvodu byl podnik přejmenován na Správu pošt a telekomunikací. Jednalo o státní podnik.

Po rozdělení Československa byl podnik rozdělen na Českou a Slovenskou poštu, kdy po rozdělení republiky došlo ještě k rozdělení české části na dva podniky, a to na Českou poštu a na SPT Telecom. Na začátku roku 1994 byl státní podnik STP Telecom přetransformován na akciovou společnost a jeho částečný podíl byl prodán strategickému partnerovi, jímž bylo konsorcium PTT Telecom Netherlands a Swiss Telecom. Další část podniku byla prodána v rámci kuponové privatizace a zbylý podíl vlastnil nadále stát. V roce 2000 došlo k přejmenování společnosti na Český Telecom.

Další a neméně důležitou součástí historie je společnost Eurotel Praha, jež byla založena v roce 1990. Jednalo se o společný podnik založený na jedné straně SPT Telecomem

a na druhé straně americkým konsorciem Atlantic West, který měl za úkol podporovat rozvoj telekomunikací. Od prvopočátku podporoval rozvoj internetového připojení a již od roku 1991 začal provozovat také síť mobilní. Roku 1996 dochází k první spolupráci mezi společnostmi, kdy Eurotel prodává divizi internetových přípojek společnosti SPT Telecom. V témže roce ztrácí Eurotel monopol, kdy na český trh vstupuje nový mobilní operátor Radiomobil, který provozoval Paegas, dnešní T-mobile.

V roce 2003 Český Telecom vykoupil od amerického konsorcia Atlantic West podíl v Eurotelu za 20 miliard českých korun a začal obě společnosti spojovat.

V roce 2005 bylo rozhodnuto o prodeji Českého Telecomu a po výběru v tendru byla vybrána za vítěze španělská Telefónica, která nabídla za nákup společnosti více než 82 miliardy Kč. (Všichni jsou tu z O2: Historie firmy Telefónica, 2012)

V listopadu roku 2013 bylo oznámeno, že se česká finanční skupina nejbohatšího Čecha Petra Kellnera dohodla se společností Telefónica, S.A. na koupi 65,9% podílu v Telefónica Czech Republic, a.s., která je zároveň 100% vlastníkem dceřiné společnosti Telefónica Slovakia, s.r.o. PPF a zaplatila za tento podíl 63,6 miliardy Kč. Za jednu akcii tedy v přepočtu zaplatila 305,6 Kč. Španělská Telefónica si nechala ve společnosti Telefónica CR podíl, který činí 4,9 %. (Skupina PPF kupuje většinový podíl v Telefónica Czech Republic, 2013)

1.12.2 Rozdělení společnosti

V březnu 2015 bylo představenstvem O2 CZ rozhodnuto, že dojde k rozdělení společnosti a odštěpením vznikne jedna nová společnost. Právní účinky rozdělení nastaly dnem zápisu do obchodního rejstříku dne 1. června 2015. Nová společnost vyčleněná z O2 se jmenuje Česká telekomunikační infrastruktura a.s. (CETIN). Do společnosti CETIN byl vyčleněn majetek ze společnosti O2 CZ, který zahrnoval veškerý majetek a dluhy, jenž se týkaly divize s názvem Infrastruktura a velkoobchod. Společnost Česká telekomunikační infrastruktura převzala:

1. Pevnou veřejnou komunikační síť, kam patří přenosové systémy, spojovací nebo směrovací zařízení.
2. Fyzickou infrastrukturu mobilní veřejné komunikační sítě, bez datových center.
3. Veškerou související dokumentaci.
4. Příslušné smlouvy a z nich vyplývající práva a povinnosti, jenž jsou nutné pro budoucí samostatnou činnost CETINu.

V O2 CZ po rozdělení zůstal majetek zabývající se fixními a mobilními službami koncovým zákazníkům. Do majetku lze zahrnout licence na provozování mobilních sítí,

ochrannou známku O2, na kterou získala společnost PPF při koupi společnosti právo na použití po dobu čtyř let. Dále CRM, billingové a inkasní systémy a aktivní síťové prvky.

Podle zákona, musela O2 CZ nechat odštěpující se část ocenit znalcem, jímž byla zvolena společnost Deloitte Advisory s.r.o. Podle jejího znaleckého posudku k poslednímu dni roku 2014 byla hodnota oceněna na 46,9 miliard Kč

Během rozdělení společnosti O2 byla akcionářům ke každé dosavadní akci společnosti O2 CZ přidělena jedna akcie nově vzniklé společnosti CETIN.

Výhody rozdělení společnosti podle Představenstva společnosti:

1. První výhodou je, že se každá společnost v budoucnu zaměří na tzv. core svého podnikání. Před rozdělením společnost zahrnovala dvě odlišné jednotky, kdy se každá jednotka lišila jak povahou svého podnikání, tak také počtem svých zákazníků. Servisní jednotka se soustředila na maloobchod a poskytovala své služby zákazníkům z řad spotřebitelů, obchodních společností a orgánů veřejné správy. Dodávala fixní a mobilní hlasové a datové služby, případně další komplexní informační řešení a telekomunikační služby.

Druhá, infrastrukturní, jednotka měla na starosti plánování, výstavbu a provozování mobilních, metalických a optických pevných sítí, celoplošné vysokokapacitní sítě datových komunikací pro jiné operátory. Dále služby v oblasti přenosu a terminace služeb jak pro domácí, tak i zahraniční operátory.

Z důvodu, že každá jednotka je zaměřena na jinou povahu podnikání, bylo představenstvem rozhodnuto, že bude efektivnější, když dojde k rozdělení a nové společnosti se budou věnovat pouze své povaze podnikání. Představenstvo očekává zvýšení ziskovosti pro oba segmenty podnikání.

2. Druhým důvodem je efektivnější zaměření sektorové komunikační regulace na nově vzniklou společnost CETIN, jenž vlastní telekomunikační infrastrukturu. Doposud se regulace týkala celé společnosti O2 CZ.

3. Jako třetí důvod je uvedena výhoda rozdělení společnosti, která umožní zvýšit potenciál hodnoty akcií. Rozdělení O2 CZ na dva subjekty by mělo zvýšit hodnotu akcií tím, že dojde ke zvýšení ziskovosti obou subjektů a také tím, že umožní být společností více flexibilní a poskytne jim více prostoru pro orientaci na klíčové investice, které budou u každé společnosti odlišné z důvodu jiného zaměření. Investiční horizont a finanční rámec smluv v maloobchodní jednotce bývá většinou v jednotkách let. Kdežto u infrastrukturní jednotky se

tento horizont pohybuje na úrovni více než 10 let. Rozdělení by mělo přinést výhody v lepším řízení společnosti, a to jak z hlediska dluhového financování, tak i v případě domácích či zahraničních akvizic.

Představenstvo bylo přesvědčeno, že výše uvedené výhody výrazně převýší potenciální rizika rozdělení společnosti a že je možné je snížit na minimum. Ode dne 1. června 2015 společnosti O2 CZ a CETIN fungují na sobě nezávisle, kdy CETIN je v pozici dodavatele společnosti O2 CZ. Došlo k oddělení jak správních orgánů, tak i obchodního a manažerského vedení.

1.13 Globální analýza

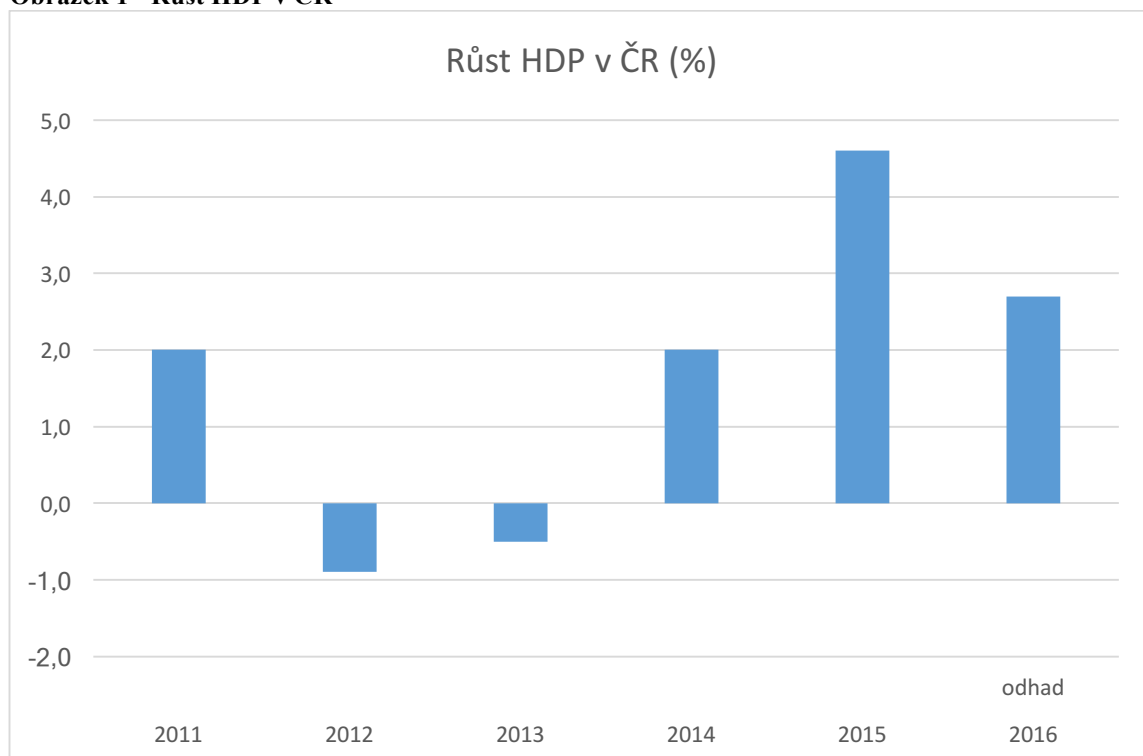
Po letech 2012 a 2013, kdy byla ekonomika v České republice v mírné ekonomické recesi, nabrala opět solidní tempo. Zatímco v letech 2012 a 2013 patřil výkon české ekonomiky k jednomu z nejhorších v EU, pak v roce 2015 dosahovala naopak jednoho z nejlepších hospodářských výsledků. Nízký výkon ekonomiky v letech 2012 a 2013 lze přičíst restriktivní hospodářské politice po vypuknutí ekonomické krize v roce 2008, kdy se česká politická reprezentace rozhodla zabránit větším rozpočtovým deficitům vůči HDP, než jakých dosahovala většina států Evropy.

Vrcholného tempa růstu po ekonomické krizi bylo dosaženo v roce 2015, kdy ekonomika rostla tempem 4,6 %. Příčinou bylo větší ekonomické oživení v Evropě a zároveň uvolněnější fiskální politika České republiky.

Pro rok 2016 je odhad tempa růstu na úrovni 2,7 %. A pro rok následující je očekáváno tempo růstu téměř na shodné úrovni podle prognózy České národní banky. (Prognóza, 2016)

Jak je z grafu patrné, ekonomická situace je po dlouhé době, kdy byl mírný či záporný růst, opět v dobré kondici. Pozitivní vývoj lze vidět i u mobilních operátorů, kde se zastavil pokles tržeb po mnoha letech a dochází ke stabilizaci.

Obrázek 1 - Růst HDP v ČR



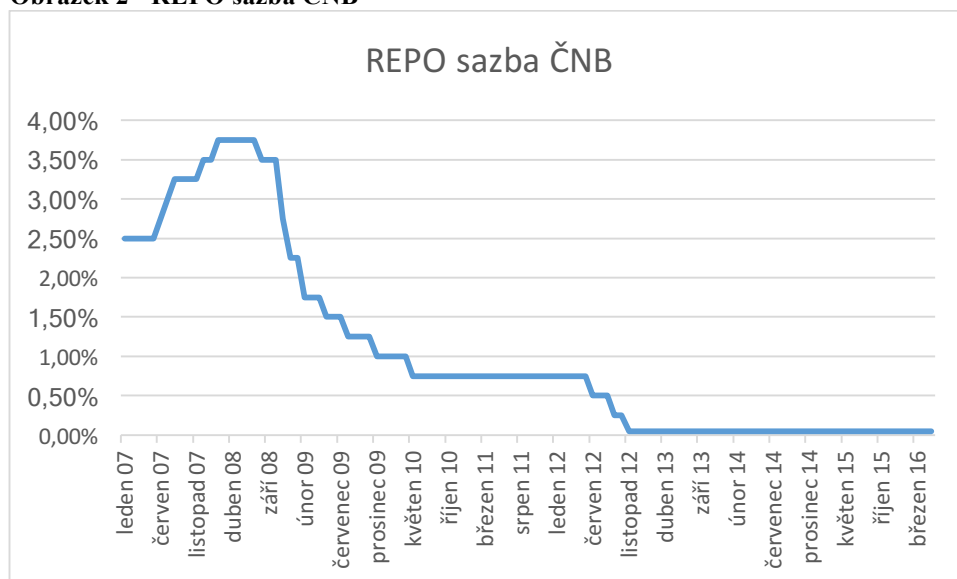
Zdroj: www.cnb.cz

1.13.1 Úrokové sazby

Měnová politika po ekonomické krizi dosáhla velmi výrazných změn. Měnová politika je v režii centrálních bank, které se rozhodly pro jeden z nejefektivnějších nástrojů, které mají k dispozici, a tím je snížení úrokových sazeb. Z úrovně 3,75 procentního bodu v roce 2008 klesaly průběžně až k technické nule, která je od konce roku na úrovni 0,05 % a zůstává na ní dodnes. Cílem tohoto opatření je podpořit ekonomický růst, kdy by se měly podniky dostat k levnějším úvěrům. Zároveň tím klesají ceny hypoték, které jsou v současné době na nejnižší úrovni, na jaké kdy v ČR byly.

Podniky této situace využívají k levnému financování investic nebo refinancování svého dluhu. Tohoto kroku využila i společnost O2. V rozhovoru pro ekonomický web motejlek.tv to zveřejnil v roce 2015 předseda dozorčí rady Martin Štefunko s tím, že by si společnost měla být schopná půjčit za úrok pod úroveň dvou procent.

Obrázek 2 - REPO sazba ČNB

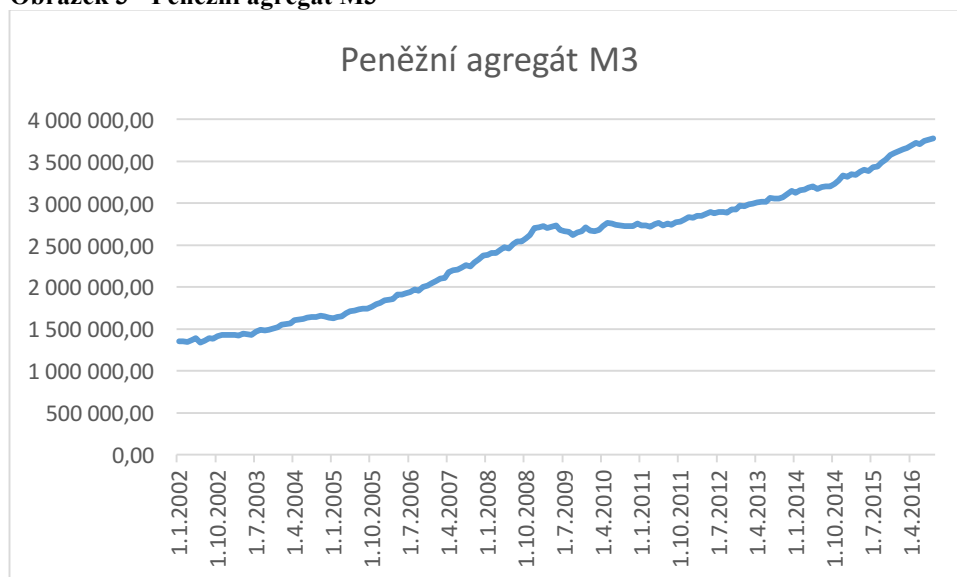


Zdroj: www.cnb.cz

1.13.2 Peněžní zásoba

Peněžní agregát M3, tzv. široký peněžní agregát, do kterého spadá: oběživo, jednodenní vklady, vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců, vklady se splatností dvou let, podílové listy fondů peněžního trhu, emitované dluhové cenné papíry se splatností do dvou let a repo operace. (Slovník ČNB)

Obrázek 3 - Peněžní agregát M3



Zdroj: www.cnb.cz

Jak je z grafu patrné, peněžní agregát M3 se od roku 2009, po kterém nastal krátkodobý mírný pokles, opět zvyšuje. Změny peněžní zásoby mají podle ekonomické teorie pouze nízký vliv na reálný ekonomický výstup a na nezaměstnanost. Zvyšují ekonomický

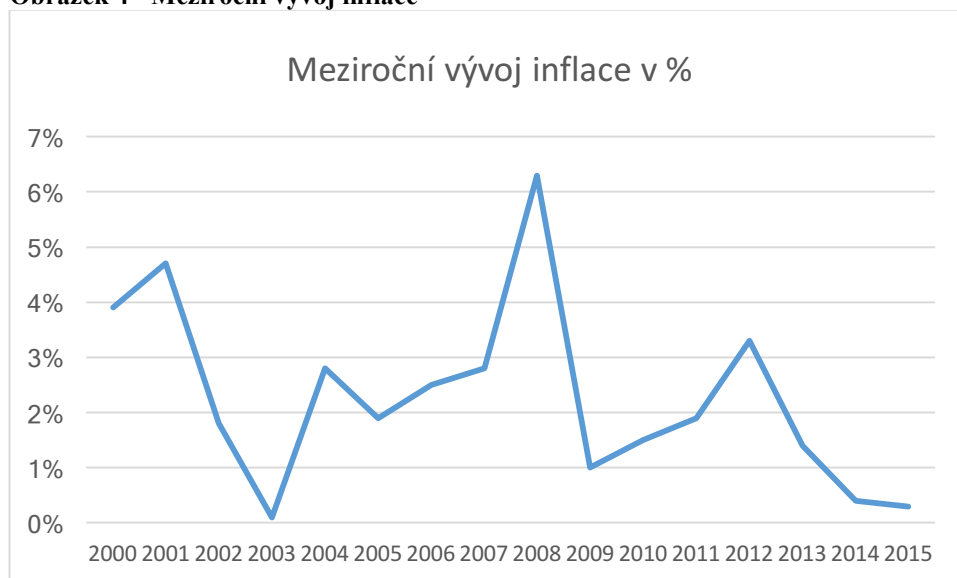
výstup pouze nominálně. Zároveň má souvislost s mírou inflace. Pokud tedy roste peněžní zásoba, lze očekávat, že by se její vývoj měl dlouhodobě ve stejném směru promítnout do růstu akcií na trhu. Podle tohoto ukazatele nelze očekávat reálný růst, avšak nominální by měl dlouhodobě odpovídat růstu peněžní zásoby.

1.13.3 Inflace

Česká národní banka má stanovený dvouprocentní inflační cíl, který se jí od roku 2013 nedaří naplnit. Centrální bankéři mívají obavu, aby se ekonomika nedostala do tzv. deflační spirály, což by podle bankéřů znamenalo, že by se snížila spotřeba a investice.

Dvouprocentní hranice je v současné době centrálními bankéři ve vyspělém světě považována za ideální. I z tohoto důvodu zůstávají úrokové sazby na nízké úrovni, protože se nedaří naplnit inflační cíle. Pro investory je nízká inflace dobrá, protože z případného růstu akcií neukrajuje danou hodnotu, pokud cena akcie roste.

Obrázek 4 - Meziroční vývoj inflace



Zdroj: www.cnb.cz

1.13.4 Daně

Korporátní daň v ČR patří spíše k nižším v rámci Evropské unie. Na druhé straně je v ČR jedno z nejvyšších zdanění práce. Daň ze zisku právnických osob dosahuje výše 19 %. Pro společnost je výhodné mít co nejnižší korporátní daň. Současná vláda se nechystá zvyšovat daně, a proto lze očekávat ve střednědobém horizontu stabilitu ohledně korporátní daně. Na druhé straně dochází u daně z přidané hodnoty ke změně, která se však nebude týkat společnosti O2. Pro společnost O2 bude nadále platit základní sazba DPH ve výši 21 %.

1.13.5 Vládní výdaje

Česká republika má relativně nízký poměr zadlužení k HDP oproti ostatním členům v EU. Jeho poměr v roce 2015 byl mírně přes 41 %. Tento poměr od roku 2013 klesá. Čím nižší je tento poměr, tím je riziko nesplácení svých závazků nižší a věřitelé jsou ochotni České republice půjčovat za nižší úrok.

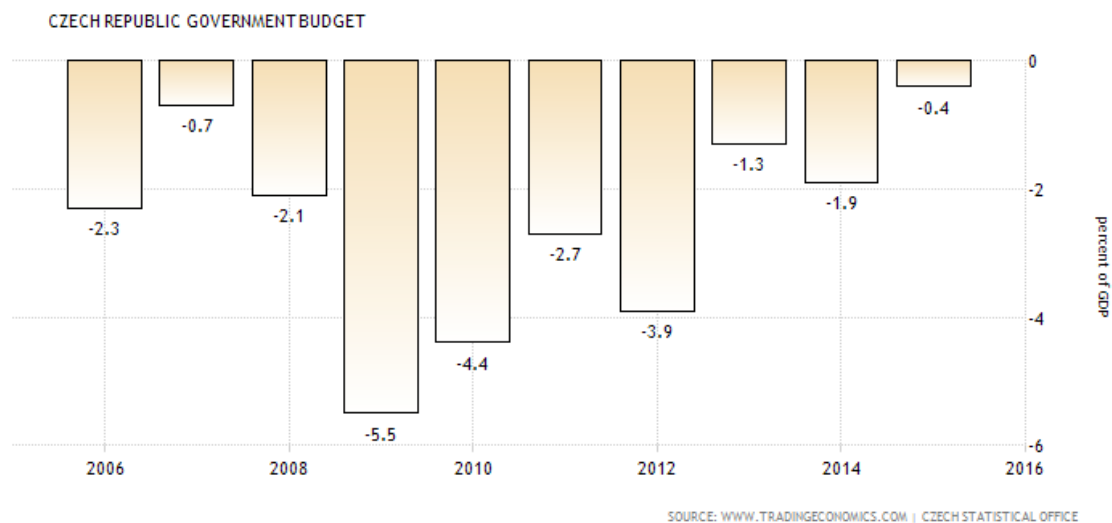
Obrázek 5 - Poměr dluhu k HDP



Zdroj: www.tradingeconomics.com

Dokonce v roce 2015 a 2016 prodalo Ministerstvo financí ČR krátkodobé dluhopisy za negativní úrok. (Záporný úrok. Výnos českého dluhopisu byl krátce nejnižší na světě., 2016)

Obrázek 6 - Státní deficit vůči HDP v %



Zdroj: www.tradingeconomics.com

Co se týče deficitu státního rozpočtu, nejvyššího bylo dosaženo roku 2009, kdy vrcholila ekonomická krize. Tehdy byl schodek státního rozpočtu -5,5 %. Postupně s ekonomickým růstem se schodky rozpočtů snižovaly. Avšak i v roce 2015, při růstu HDP o 4,6 %, byl schodek státního ve výši -0,4 %. Stát se snaží podpořit ekonomický růst zvýšením svých výdajů.

1.14 Odvětvová analýza

1.14.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Hospodářský cyklus má na mobilní operátory spíše neutrální vliv. Telefonní služby jsou potřeba, i pokud se ekonomice nedaří. V současné době se již málokdo obejde bez mobilního telefonu a závislost na nich stále více stoupá. S velkou pravděpodobností lze tedy očekávat, že v případě další ekonomické krize by nedošlo k výraznému úbytku zákazníků. Obavou může být snížení tržeb v rámci konkurenčního boje o zákazníka mezi mobilními operátory, aby si společnosti udržely podíl na trhu.

1.14.2 Tržní struktura odvětví

Kvůli velmi vysoké kapitálové náročnosti vstupu na trh je tržní struktura mobilních operátorů ve formě oligopolu. Působí zde pouze tři hlavní operátoři a spousta malých virtuálních operátorů, kteří nemají vlastní mobilní síť a ani infrastrukturu. Virtuální operátoři proto přístup k síti musejí nakupovat od plnohodnotných mobilních operátorů. Dříve

investiční skupina PPF uvažovala o vstupu na trh jako čtvrtý operátor, ale nakonec od nápadu ustoupila a rozhodla se koupit společnost Telefónica Czech Republic, a.s.

1.14.3 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví se dá přirovnat k biologickému cyklu. Životní cyklus společností se může velmi lišit, protože záleží na mnoha faktorech, a ne vždy je identický. Délku cyklu mohou prodlužovat inovace a další opatření. Podnik by se měl snažit nezaniknout, a to i v případě, že zaniká jeho původní odvětví, a proto by se měl pokusit přeorientovat se na jinou výnosovou činnost. O2 dosáhla v posledním roce stabilizace tržeb. Společnost se nachází ve fázi dospělosti, kde její největší růstová fáze již proběhla, po letech poklesu tržeb je společnost opět stabilizována z pohledu výnosů.

1.14.4 Vliv regulatorních orgánů

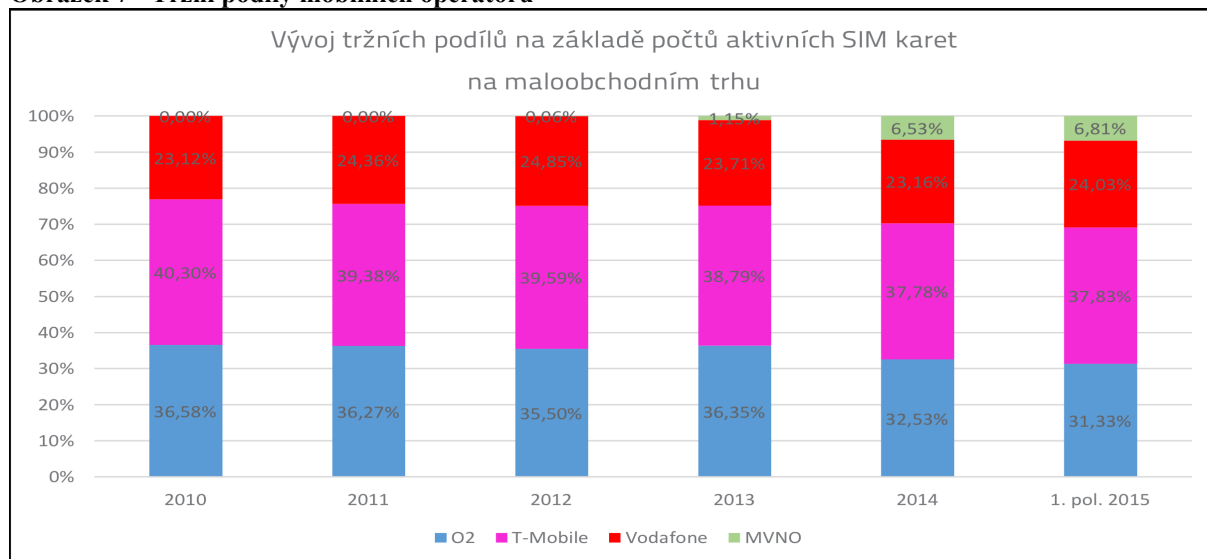
Mobilní operátoři jsou regulováni Českým statistickým úřadem (dále ČTÚ). Operátoři musí dodržovat zákony České republiky, nařízení EU a opatření, která vydává ČTÚ. Dříve ČTÚ reguloval ceny volání, ale podle něj již toto není potřeba, protože se operátoři sami regulace zalekli a nápravu sjednali sami. Trh mobilního volání je tedy již podle ČTÚ plně konkurenční. Telekomunikační úřad se proto bude zaměřovat na oblast mobilních dat, u které dochází k prudkému rozvoji. Pokud by se ČTÚ rozhodl zasahovat do trhu s datovými službami v mobilních sítích, musel by trh vymezit jako nový a poté by musel provést test tří kritérií. Mezi tato kritéria patří:

- Přítomnost velkých a trvalých překážek vstupu na trh
- Struktura trhu v přiměřeném časovém období nesměruje k účinné hospodářské soutěži
- Právo hospodářské soutěže není samo o sobě dostatečně účinné při řešení selhání soutěže na příslušném trhu

Pokud by se ukázalo, že trh není podle těchto kritérií způsobilý, mohl by poté zasáhnout Český telekomunikační úřad a sjednat nápravu. (ČTÚ už nechce regulovat volání. Zaměří se na data., 2016)

ČTÚ uplatňuje cenovou regulaci pouze na vybraných velkoobchodních trzích, kde je jeho cílem prostřednictvím dostupných velkoobchodních služeb vytvořit podmínky pro rozvoj konkurenčního prostředí na trhu.

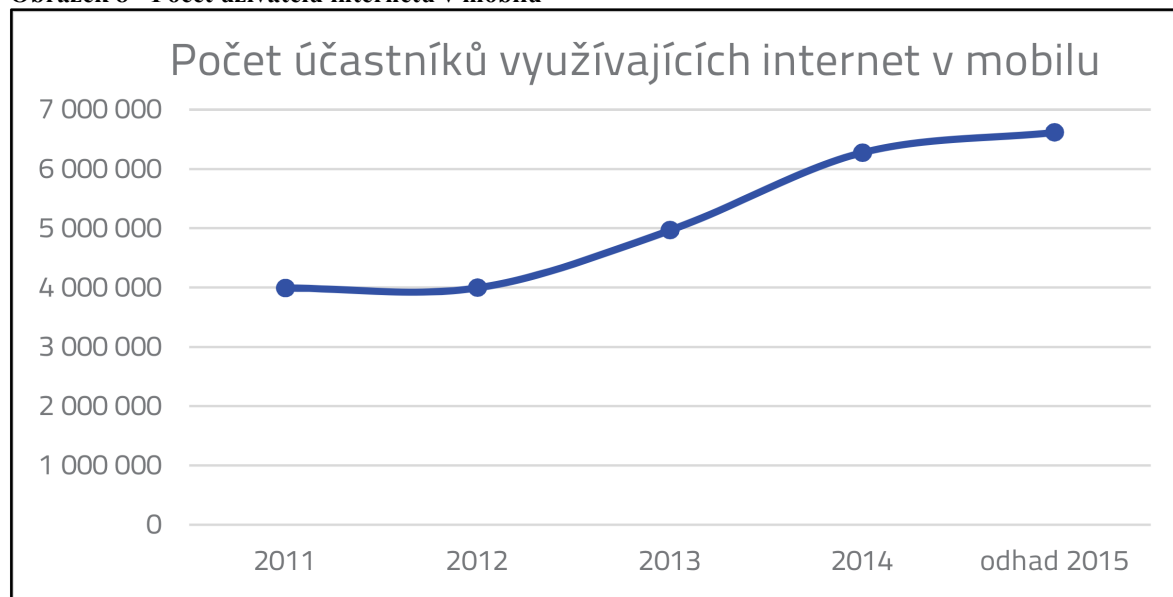
Obrázek 7 - Tržní podíly mobilních operátorů



Zdroj: Výroční zpráva ČTÚ pro rok 2015

Na grafu je vidět, jaký vliv mají od roku 2013 na tržní podíl virtuální operátoři. Jediným operátorem, který se podíl udržel, a dokonce mu mírně vzrostl je Vodafone. Pokles operátorů T-mobile a O2 je způsoben odlivem zákazníků k virtuálním operátorům.

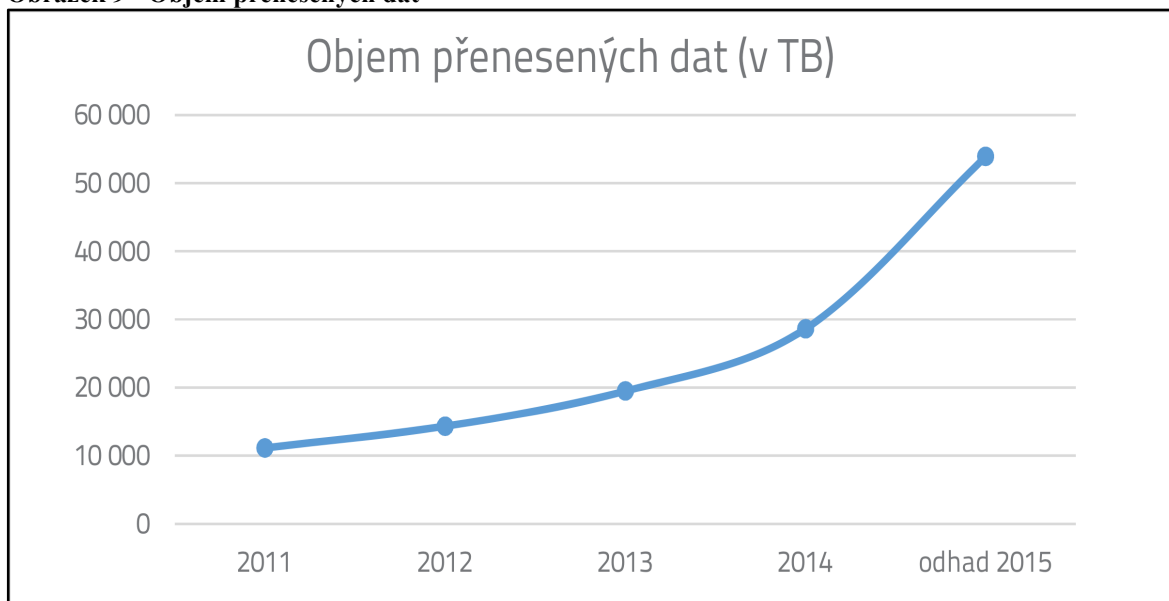
Obrázek 8 - Počet uživatelů internetu v mobilu



Zdroj: Výroční zpráva ČTÚ pro rok 2015

Stále více lidí využívá mobilní internet, který nahradil zisky z klesajících provolaných minut a poslaných sms zpráv. U tohoto segmentu se stále očekává růst v nadcházejících letech, i když bude mít méně strmou křivku než doposud

Obrázek 9 - Objem přenesených dat



Zdroj: Výroční zpráva ČTÚ pro rok 2015

Objem přenesených dat je demonstrován exponenciálně rostoucí křivkou. Se stále se zvyšující penetrací chytrých mobilních telefonů využívající nejnovější technologie přenosu dat nazvanou 4G, roste i spotřeba dat zákazníky.

1.15 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti O2 Czech Republic a.s. je provedena za období od 1. 1. 2014 do 31. 12. 2015 podle účetních výkazů z výročních zpráv společnosti. Důvodem, proč bude finanční analýza provedena pouze za tyto dva roky, je, že došlo k rozdělení společnosti na mobilní a infrastrukturní část a předchozí roky by tedy v sobě zahrnovaly i společnost CETIN, která již není součástí nové O2 společnosti. Proto by ztrácelo význam porovnávat dvě odlišné společnosti. V účetní uzávěrce za rok 2015 jsou data za rok 2014 očištěna o CETIN; je tedy možné je použít pro finanční analýzu.

1.15.1 Analýza účetní politiky

Účetní závěrka podává podle týmu auditorů ze společnosti KPMG Česká republika Audit, s.r.o., sestavené na základě Mezinárodních standardů účetního výkaznictví ve znění přijatém Evropskou unií, věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti O2 Czech Republic a.s. k 31. prosinci 2015 a nákladů a výnosů a výsledků jejího hospodaření a peněžních toků za rok. (Výroční zpráva za rok 2015 O2 Cech Republic a.s.)

1.15.2 Analýza účetních výkazů

1.15.2.1 Analýza výkazu zisku a ztrát

Obrázek 10 - Výkaz zisku a ztrát

| V milionech Kč | Rok končící | rok končící |
|--|----------------------|----------------------|
| | 31. prosince 2015 | 31. prosince 2014 |
| Výnosy | 37 385 | 37 372 |
| neteletekomunikačních služeb a aktivace dlouhodobých aktiv | 394 | 331 |
| Náklady | -27 637 | -29 570 |
| Provozní zisk (EBITDA) | 10 142 | 8 133 |
| Odpisy hmotných a nehmotných aktiv | -3 520 | -3 362 |
| Snížení hodnoty aktiv | -27 | -174 |
| Provozní zisk | 6 595 | 4 597 |
| Finanční výnosy | 8 | 18 |
| Finanční náklady | -175 | -118 |
| Podíl na zisku společného podniku | 10 | 8 |
| Zisk před zdaněním | 6 438 | 4 505 |
| Daň z příjmů | -1 361 | -990 |
| Zisk z pokračujících činností | 5 077 | 3 515 |
| Zisk z ukončených činností po zdanění | 1 722 | 483 |
| Zisk | 6 799 | 3 998 |
| Ostatní úplný výsledek | | |
| Položky, které se následně mohou reklasifikovat do hospodářského výsledky | | |
| Kurzové rozdíly | -98 | 40 |
| Ostatní úplný výsledek očištěný o daň | -98 | 40 |
| Celkový úplný výsledek očištěný o daň | 6 701 | 4 038 |

Analýza zisku a ztrát za rok 2014 zachycuje mnohem věrnější obrázek o společnosti než rozvaha, jelikož rok 2014 je již upraven o CETIN, a představuje věrné porovnání mezi roky 2014 a 2015.

Celkové výnosy skupiny O2 dosáhly výše 37,4 mld. Kč. Stejně jako o rok dříve, dosáhla O2 po sedmi letech zastavení poklesů výnosů, zatímco evropští konkurenti nadále klesají. Důvodem zastavení meziročních poklesů výnosů je hlavně zastavení poklesu průměrné útraty mobilních zákazníků v České republice. Důvodem bylo zaměření se na zvýšení loajality a hodnoty zákazníků. Dále růst datových výnosů, nárůst výnosů O2 TTV a ICT, silné prodeje mobilních telefonů, ale také stálý růst na Slovensku. Ostatní výnosy

z netelekomunikačních služeb včetně aktivace dlouhodobého majetku dosáhly v roce 2015 394 mil. Kč, tedy o 19 % více než v roce předchozím.

Cílem skupiny bylo v roce 2015 zefektivnit vynakládání nákladů v komerčních i nekomerčních oblastech pomocí zjednodušení svého provozního modelu. Náklady díky zvýšení efektivity klesly oproti roku 2014 a to o 6,5 % na 27,6 mld. Kč. EBITDA dosáhla zvýšení o 24,7 % na úroveň 10,1 mld. Kč. EBITDA marže vzrostla tedy oproti předchozímu roku o 5,4 % na 27,1%.

1.15.2.2 Analýza rozvahy

Na rozvaze je velmi dobře vidět, jaký na ní mělo vliv odštěpení společnosti CETIN. K nejvýznamnějšímu poklesu došlo u položky Pozemky, budovy a zařízení, která byla nejdominantnější položkou v aktivech. Důvodem je vyčlenění veškeré infrastrukturní části do nově vzniklé společnosti. K rapidnímu poklesu došlo v aktivech také u položky Nehmotná aktiva, která klesla z více než 26 miliard na 16 miliard Kč. U Běžných aktiv však nebyl pokles již tak významný jako u dlouhodobých aktiv. Celkem se aktiva snížila ze 74.290 mil. Kč na 30.268 milionů Kč.

Co se týče pasiv společnosti, největší pokles byl zaznamenán u Vlastního kapitálu, a to z 54 mld. Kč na více než 18 mld. Kč. Rozdíl je opět způsoben rozdělením společnosti. Co se Běžných závazků týče, je zajímavé, jak z Krátkodobých finančních závazků 4 mld. Kč v roce 2014, zůstalo v nové O2 pouze 11 milionů těchto pasiv. Celkem pasiva, bez započtení vlastního kapitálu, klesla z 20.137 mil. korun na 11.924 mil. Kč.

Obrázek 11 - Rozvah

| V milionech Kč | 31. prosince 2015 | 31. prosince 2014 |
|---|-------------------|-------------------|
| AKTIVA | | |
| Pozemky, budovy a zařízení | 4 638 | 36 200 |
| Nehmotná aktiva | 16 147 | 26 276 |
| Cenné papíry v ekvivalenci | 42 | 17 |
| Ostatní dlouhodobá aktiva | 270 | 564 |
| Odložená daňová pohledávka | 323 | 313 |
| Dlouhodobá aktiva | 21 420 | 63 370 |
| Zásoby | 722 | 470 |
| Pohledávky | 6 156 | 7 194 |
| Peníze a peněžní ekvivalenty | 1 970 | 3 256 |
| Běžná aktiva | 8 848 | 10 920 |
| Aktiva celkem | 30 268 | 74 290 |
| VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY | | |
| Základní kapitál | 3 102 | 27 461 |
| Vlastní akcie | 0 | -1 596 |
| Emisní ážio | 11 894 | 19 349 |
| Nerozdělený zisk a ostatní fondy | 3 348 | 8 939 |
| Vlastní kapitál | 18 344 | 54 153 |
| Dlouhodobé finanční závazky | 2 970 | 3 000 |
| Odložený daňový závazek | 60 | 2 151 |
| Dlouhodobé rezervy | 22 | 251 |
| Ostatní dlouhodobé závazky | 94 | 155 |
| Dlouhodobé závazky | 3 146 | 5 557 |
| Krátkodobé finanční závazky | 11 | 4 004 |
| Obchodní a jiné závazky | 8 391 | 10 135 |
| Splatný daňový závazek | 245 | 299 |
| Krátkodobé rezervy | 131 | 142 |
| Běžné závazky | 8 778 | 14 580 |
| Závazky celkem | 11 924 | 20 137 |
| Vlastní kapitál a závazky celkem | 30 268 | 74 290 |

Zdroj: vlastní zpracování podle Výroční

1.15.2.3 Analýza výkazu peněžních toků

Čisté peněžní toky z provozní činnosti byly ve výši 11,6 mld. Kč. Zatímco čisté peněžní toky použité na investiční činnosti dosáhly výše 3,3 mld. Kč. Konsolidovaná výše peněžních toků dosáhla v roce 2015 hodnoty 6,3 mld. Kč.

Obrázek 12 - Výkaz peněžních toků

| | 31. prosince 2015 | 31. prosince 2014 |
|---|----------------------|----------------------|
| Zisk před zdaněním z pokračujících činností | 6 438 | 4 505 |
| Zisk před zdaněním z ukončených činností | 2 176 | 673 |
| Zisk před zdaněním | 8 614 | 5 178 |
| Úpravy o: | | |
| Podíl na zisku společného zisku podniku | -10 | -8 |
| Přijaté dividendy | -4 | -5 |
| Odpisy budov a zařízení | 2 015 | 8 324 |
| Odpisy nehmotných aktiv | 2 550 | 2 412 |
| Snížení hodnoty aktiv | 27 | 180 |
| Zisky z prodeje pozemků, budov a zařízení | -10 | -13 |
| Čisté úrokové náklady | 86 | 80 |
| Kurzové zisky/ztráty (netto) | 39 | 21 |
| Změna reálné hodnoty | 1 | -3 |
| Změna stavu rezerv a opravných položek | 142 | 353 |
| Jiné nepeněžní operace | 68 | -32 |
| Peněžní toky z provozního činnosti před změnou provozního kapitálu | 13 518 | 16 487 |
| Změna provozního kapitálu: | | |
| Zvýšení/snížení pohledávek z obchodního styku a ost. Pohledávek | -402 | -751 |
| Snížení/zvýšení stavu zásob | -342 | 58 |
| Zvýšení/snížení závazků vůči věřitelům a ost. Závazků | 546 | -1 217 |
| Peněžní toky z provozní činnosti | 13 320 | 14 577 |
| Zaplacené úroky | -124 | -64 |
| Přijaté úroky | 4 | 1 |
| Zaplacená daň z příjmů | -1 557 | -1 538 |
| Čisté peněžní toky z provozní činnosti | 11 643 | 12 976 |
| Peněžní toky z investiční činnosti | | |
| Pořízení dlouhodobého hmotného majetku | -1 701 | -2 727 |
| Pořízení dlouhodobého nehmotného majetku | -1 285 | -9 330 |
| Výnosy z prodeje dlouhodobého majetku | 146 | 27 |
| Přízení cenných papírů v ekvivalenci | -5 | 0 |
| Pořízení dceřiné společnosti | -65 | 0 |
| Dividenda říjatá | 4 | 5 |
| Zvýšení účelové vázaných prostředků | -432 | 0 |
| Čisté peněžní toky z investiční činnosti | -3 338 | -12 025 |
| Peněžní toky z finančních činnosti | | |
| Čerpání úvěrů | 3 000 | 4 000 |
| Splátky úvěrů | -7 000 | 0 |
| Dividenda vyplacená | -4 033 | -5 585 |
| Distribuce peněžních prostředků společnosti CETIN | -1 970 | 0 |
| Čisté peněžní toky z finanční činnosti | -10 003 | -1 585 |
| Čisté zvýšení/snížení stavu peněz a peněžních ekvivalentů | -1 698 | -634 |
| Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku roku | 3 256 | 3 890 |
| Vliv pohybu měnových kurzů na stav peněz a peněžních ekvivalentů | -20 | 0 |
| Peníze a peněžní ekvivalenty na konci roku | 1 538 | 3 256 |

1.16 Poměrové ukazatele finanční analýzy

Celková zadluženost se pohybuje na úrovni 39 %, což je hodnota, která patří k nízkým a pro podnik je pozitivní. Podle odborné literatury by se zadluženost měla pohybovat okolo 30-60 %. Celková zadluženost je tedy spíše ve spodní hranici.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva celkem}} = \frac{11\,924 \text{ mil.}}{30\,268 \text{ mil.}} = 0,39$$

Míra zadluženosti by měla být optimálně pod jednonásobkem vlastního kapitálu. Toto je u společnosti splněno, kdy poměr cizích zdrojů vůči vlastnímu kapitálu je pouze 65 %.

$$\text{Míra zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{11\,924 \text{ mil.}}{18\,344 \text{ mil.}} = 0,65$$

Výpočet úrokového krytí ukazuje, kolikrát je společnost schopna pokrýt náklady na úroky. Hodnota 56 je velmi bezpečná, a u společnosti nehrozí nesplácení úroků.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} = \frac{6\,595 \text{ mil.}}{118 \text{ mil.}} = 55,9$$

Běžná likvidita by měla podle literatury být v rozmezí 1,8-2,5. Čím vyšší hodnota je, tím se snižuje riziko platební neschopnosti. Avšak O2 je společnost, kdy její hlavní činnost je poskytovat mobilní službu, a proto má nízká oběžná aktiva vůči krátkodobým finančním zdrojům.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} = \frac{8\,848 \text{ mil.}}{8\,778 \text{ mil.}} = 1,01$$

Likvidita z provozního cash flow je na úrovni 1,32, což je hodnota více než dostatečná k pokrytí svých krátkodobých závazků.

$$\text{Likvidita z provozního cash flow} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}} = \frac{11\,600}{8\,778} = 1,32$$

Rentabilita tržeb na úrovni 0,18, znamená, že za každou utrženou korunu, společnost má zisk ve formě EBIT 0,18 korun. Doporučuje se, aby byl ukazatel na úrovni alespoň 10 %, O2 dosahuje 18 %.

$$\text{Rentablita tržeb} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Tržby}} = \frac{6\,595 \text{ mil.}}{37\,481 \text{ mil.}} = 0,18$$

Rentabilita celkového kapitálu je na velmi slušné úrovni 17 %.

$$\text{Rentablita celkového kapitálu} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Aktiva}} = \frac{5\,077 \text{ mil.}}{30\,268 \text{ mil.}} = 0,17$$

Rentabilita vlastního kapitálu je na velmi vysoké úrovni 28 %.

$$\text{Rentablita vlastního kapitálu} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{5\,077 \text{ mil.}}{18\,344 \text{ mil.}} = 0,28$$

Rentabilita dlouhodobého majetku dosahuje, stejně jako dva předešlé ukazatele velmi vysoké hodnoty na úrovni 32 %.

$$\begin{aligned} \text{Rentabilita investovaného kapitálu} &= \frac{EBIT}{\text{Celková aktiva} - \text{Krátkodobé cizí zdroje}} \\ &= \frac{6\,595 \text{ mil.}}{30\,628 \text{ mil.} - 8\,778 \text{ mil.}} = 0,32 \end{aligned}$$

1.17 Ziskové modely

Ziskové modely jsou poměřovány vůči ceně akcie, která byla dne 25.11.2016 na úrovni 235 Kč.

Běžné P/E ratio dosahuje úrovně 14,35. Jednu akcii je tedy možné pořídit na trhu za více než 14ti násobek čistého zisku.

$$P_0/E_0 = \frac{P_0}{E_0} = \frac{235}{16,4} = 14,35$$

Ukazatel P/BV byl vypočítán na úrovni necelého čtyřnásobku účetní hodnoty společnosti.

$$P_0/BV_0 = \frac{P_0}{BV_0} = \frac{235}{59,1} = 3,97$$

P/S ratio na hodnotě 1,9 říká, že akcii, je možné nakoupit za méně než její dvojnásobek ročních výnosů na jednu akcii.

$$P_0/S_0 = \frac{P_0}{S_0} = \frac{235}{123,7} = 1,9$$

1.18 Výpočty vnitřní hodnoty akcie

Pro následující modely byla vždy určena nulová míra růstu společnosti, která je obecně očekávána, vzhledem k situaci, kdy teprve v roce 2015 došlo ke stabilizaci tržeb, a ne k jejich poklesu.

Diskontovaná míra byla stanovena podle výpočtu WACC.

Obrázek 13 - Výpočet WACC

| WACC | |
|----------------------------|-------|
| bezriziková sazba | 1,60% |
| beta | 0,8 |
| riziková prémie | 6,80% |
| náklady vlastního kapitálu | 7,07% |
| váha dluhu (po dani) | 4% |
| WACC | 6,88% |

Zdroj: Vlastní zpracování podle O2 analysis, 2015

1.18.1 Dividendový model

Podle dividendového modelu, pro který byla určena nulová míra růstu pro dividendu 16 Kč, a hodnota k je zvolena na úrovni 6,9 % vyšla vnitřní hodnota akcie na částce 231,9 Kč. Dle tohoto modelu je současná cena akcie téměř na stejné úrovni, rozdíl činí pouze 3 koruny. Cena akcie na trhu tedy odpovídá dividendovému modelu. Avšak nebyl zvolen žádný růstový potenciál výplaty dividend. Zvolení této míry růstu je považováno spíše za konzervativní. Pokud by se předpokládalo její zvýšení, hodnota by vyšla výše než 231,9 Kč.

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0 (1 + g)}{k - g} = \frac{16 (1 + 0)}{0,069 - 0} = 231,9 \text{ Kč}$$

$$235 > 231,9$$

1.18.2 Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele – FCFF

Výpočet vnitřní hodnoty na základě volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele vychází 280 Kč na akcii. Podle tohoto modelu je tedy akcie společnosti O2 na trhu podhodnocena. Investiční doporučení podle tohoto modelu by znělo nakoupit. Pracovní kapitál je počítán jako rozdíl krátkodobých aktiv a krátkodobých cizích zdrojů.

$$FCFF_t = EBIT_t (1-t) + Odpisy_t - Investice_t - \text{změna } WC_t$$

$$FCFF = 6\,595 (1 - 0,19) + 3\,547 - 2\,841 - 70 = 5\,970 \text{ mil.}$$

$$FCFF \text{ na akcii} = 19,24 \text{ Kč/akcie}$$

$$P_0 = \frac{FCFF_0}{WACC - g_s} = \frac{19,24}{0,069} = 279,7 \text{ Kč}$$

$$235 < 279,7$$

1.18.3 Diskontované cash flow

Free cash flow na akcii bylo 18,56 Kč. Diskontovaný cash flow model vychází při diskontované míře 6,9 %, při nulovém růstu a diskontovaném období 5ti let na 256,6 Kč na akcii. Podle DCF modelu je tedy společnost O2 podhodnocená o více než 9 %.

Obrázek 14 - Výpočet DCF modelu

| DCF model | | | |
|-----------|-------|----------|---------------|
| 1. rok | 18,56 | 0,935454 | 17,36 |
| 2. rok | 18,56 | 0,875074 | 16,24 |
| 3. rok | 18,56 | 0,818591 | 15,19 |
| 4. rok | 18,56 | 0,765754 | 14,21 |
| 5. rok | 18,56 | 0,716327 | 13,3 |
| ostatní | 18,56 | 0,670091 | 160,24 |
| celkem | | | 256,55 |

Zdroj: Vlastní zpracování

$$235 < 256,6$$

Závěr

Problémem se kterým se dnes investoři potýkají je, že cena peněz je především určována centrálními bankami a ne trhem. Úrokové míry jsou na velmi nízkých hodnotách, či hodnotách až blížících se nule, a proto investice do akcií poskytuje jako jednu z posledních možností, jak zhodnotit peníze.

Jako jedna z možných investic na kapitálovém trhu je společnost O2 Czech Republic a.s., která nabízí velmi zajímavý dividendový výnos okolo 7 %.

V této diplomové práci byla rozebrána globální analýza, která ve všech směrech, které byly rozebrány, vychází pozitivně pro akciový trh v České republice. Bohužel skutečnost je odlišná a BCPP nevykazuje rostoucí trend. Avšak do budoucna jsou predikce ekonomiky pozitivní, takže pokud nedojde k další významné finanční krizi, lze očekávat rostoucí tendenci, která by se měla promítnout i do cen akcií.

Odvětví mobilních operátorů se dá považovat za neutrální vůči ekonomickým cyklům. Vzhledem k vysokým vstupním nákladům při vstupu do odvětví je nepravděpodobný vstup dalšího silného hráče na trh. Trh mohou ovlivnit regulatorní opatření ze strany Českého telekomunikačního úřadu, ale vzhledem k rozdělení společnosti na infrastrukturní a mobilní část, se tyto regulatorní tlaky spíše týkají nově odštěpené společnosti CETIN a společnost O2 se bude více zaměřovat na své zákazníky. V mobilním sektoru dále hrozí riziko tlaku na ceny mobilních služeb, což by mohlo mít za následek snižování marže společnosti.

Autor této práce za další významnou výhodu, proč se rozhodnout pro tuto společnost považuje, že jejím majoritním vlastníkem je Čech Petr Kellner, který ji ovládá přes společnost PPF v Nizozemsku. Lze tedy očekávat flexibilnější rozhodování vedení společnosti, která je blíže vlastníkově, než v případě, kdy by byl český management závislý na zahraničním vedení společnosti.

Na základě poměrových ukazatelů bylo zjištěno, že společnost O2 je ve velmi dobré finanční kondici s nízkým zadlužením. Z pohledu evropské konkurence, poměry ukazatelů společnosti O2 dosahují ve většině případů lepších hodnot.

Cílem práce bylo zjistit vnitřní hodnotu akcie podle zvolených modelů.

Bylo počítáno se třemi modely výpočtu, kdy jeden model označil cenu akcie za rovnovážnou a zbylé dva modely označily cenu akcie za podhodnocenou s cílovou cenou k hodnotě 256 Kč, respektive 280 Kč.

Nevýhodou diskontovaných modelů však je, že výpočet vnitřní hodnoty je velmi citlivý na zadaná data. Proto i jen velmi malá změna v parametrech může znamenat rozdíl i

několika desítek procent v rozdílu odhadu vnitřní hodnoty. Proto byly zvoleny pro výpočty spíše konzervativnější hodnoty, a i přesto dva modely doporučují nákup akcie.

Akcie společnosti O2 autor práce doporučuje k nákupu, nejen z důvodu růstového potenciálu, ale především jako investici do společnosti, která již stabilizovala svoje tržby, je schopna generovat volné cash flow a zavázala se vyplácet dividendu na úrovni 90-110 % svého čistého zisku.

Seznam literatury

- COPELAND, Thomas a Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Stanovení hodnoty firem*. 1. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 8085605414.
- ČERNOHORSKÝ, Jan a TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. Praha: Grada, 2011. ISBN 9788024736693.
- DVOŘÁČEK, Jiří a SLUNČÍK, Peter. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice ekonomie. ISBN 9788074002243.
- GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015. Investice. ISBN 9788024753751.
- GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce. ISBN 8024712059.
- HRBKOVÁ, Jana. *Společenské vědy pro techniky: ekonomie, právo, politologie*. Praha: Grada Publishing, 2015. Expert (Grada). ISBN 9788024755885.
- JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 9788024743868.
- JUREČKA, Václav. *Mikroekonomie*. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 9788024732596.
- KALOUDA, František. *Finanční analýza a řízení podniku*. 2. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s.r.o, 2016. ISBN 9788073805913.
- KEŘKOVSKÝ, Miloslav. *Ekonomie pro strategické řízení: teorie pro praxi*. Praha: C.H. Beck, 2004. Beck pro praxi. ISBN 8071798851.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071795291.
- KNÁPKOVÁ, Adriana a PAVELKOVÁ, Drahomíra. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 9788024733494.
- KUBÍČKOVÁ, Dana a JINDŘICHOVSKÁ, Irena. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 9788074005381.
- LANDA, Martin. *Jak číst finanční výkazy: [analýza účetních výkazů, hodnocení finanční výkonnosti, měření efektivnosti investic : případové studie, příklady, koncepce podnikového účetního systému]*. Brno: Computer Press, 2008. ISBN 9788025119945.
- MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002. ISBN 8086119556.
- POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 9788074001529.
- REJNUŠ, Oldřich. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press, 2001. ISBN 8072265717.
- SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. Finance (Grada). ISBN 9788024738604.
- ŠEVČÍK, Aleš a FUCHS, David a Michal GABRIEL. *Finanční trhy*. Brno: Masarykova univerzita, 2001. ISBN 8021026960.

ŠTÝBR, David. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada Publishing, 2011. Finance (Grada Publishing). ISBN 9788024736488.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 9788073576479.

VESELÁ, Jitka. *Analýzy trhu cenných papírů*. V Praze: Oeconomica, 2003. ISBN 8024505061.

VÝROČNÍ ZPRÁVA 2015: O2 Czech Republic a.s. Praha: O2 Czech Republic a.s, 2016.

Výroční zpráva Českého telekomunikačního úřadu za rok 2015. Praha, 2016.

Seznam internetových zdrojů

ČTÚ už nechce regulovat volání. Zaměří se na data [online]. [cit. 2016]. Dostupné z: <http://www.mobilmania.cz/clanky/ctu-uz-nechce-regulovat-volani-zameri-se-na-data/sc-3-a-1331638/default.aspx>

O2 analysis [online]. 2015 [cit. 2016]. Dostupné z: http://www.akcieatrh.cz/users_data/file/pdf/2015_11_O2_analysis_CZ.pdf

Prognóza [online]. [cit. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/Skupina_PPF_kupuje_většinový_podíl_v_Telefónica_Czech_Republic [online]. [cit. 2016].

Dostupné z: <http://www.ppf.eu/cs/press-releases/skupina-ppf-kupuje-vetsinovy-podil-v-telefonica-cz>

Slovník ČNB [online]. [cit. 2016]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/p.html>

Všichni jsou tu z O2: Historie firmy Telefónica [online]. [cit. 2016]. Dostupné z:

<http://www.mobinfo.cz/vsichni-jsou-tu-z-o2-historie-firmy-telefonica/>

Záporný úrok. Výnos českého dluhopisu byl krátce nejnižší na světě. Tyden.cz [online]. 2016

[cit. 2016]. Dostupné z: http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/cesko/zaporny-urok-vynos-ceskeho-dluhopisu-byl-kratce-nejnizsi-na-svete_402160.html

Seznam obrázků

| | |
|--|----|
| Obrázek 1 - Růst HDP v ČR | 45 |
| Obrázek 2 - REPO sazba ČNB | 46 |
| Obrázek 3 - Peněžní agregát M3 | 46 |
| Obrázek 4 - Meziroční vývoj inflace | 47 |
| Obrázek 5 - Poměr dluhu k HDP | 48 |
| Obrázek 6 - Státní deficit vůči HDP v % | 49 |
| Obrázek 7 - Tržní podíly mobilních operátorů | 51 |
| Obrázek 8 - Počet uživatelů internetu v mobilu | 51 |
| Obrázek 9 - Objem přenesených dat | 52 |
| Obrázek 10 - Výkaz zisku a ztrát | 53 |
| Obrázek 11 - Rozvah | 55 |
| Obrázek 12 - Výkaz peněžních toků | 56 |
| Obrázek 13 - Výpočet WACC | 59 |
| Obrázek 14 - Výpočet DCF modelu | 60 |

Seznam tabulek

| | |
|--|----|
| Tabulka 1 - Porovnání vnitřní hodnoty s tržní cenou | 28 |
| Tabulka 2 - Struktura akcionářů k 31. prosinci 2015..... | 39 |
| Tabulka 3 - Dceřiné společnosti O2 Czech Republic a.s..... | 40 |