

**Identifikace závislosti mezi výkonnostními  
ukazateli a cenou akcie společnosti  
Telefónica 02 Czech Republic, a.s.**

Bc. David Pichrt

---

Diplomová práce  
2007



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2006/2007

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **David PICHRT**  
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Identifikace závislosti mezi výkonnostními ukazateli a cenou akcie společnosti Telefónica 02 Czech Republic, a.s.**

Zásady pro vypracování:

## Úvod

### I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše popište problematiku stanovení hodnoty podniku a hodnocení jeho výkonnosti.

### II. Praktická část

- Charakterizujte společnost Telefónica 02 Czech Republic, a.s.
- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky významné pro vývoj společnosti v letech 2002–2005.
- Identifikujte finanční a nefinanční vlivy, které působily na cenu akcie společnosti v letech 2002–2005.
- Analyzujte vztah mezi vývojem ceny akcie a vybranými ukazateli výkonnosti společnosti v letech 2002–2005.
- Na základě předchozích analýz navrhněte doporučení investorům pro objektivní hodnocení ceny akcie společnosti Telefónica 02 Czech Republic, a.s.

## Závěr

Rozsah práce: cca 70 stran

Rozsah příloh:

Forma zpracování diplomové práce: tištěná

Seznam odborné literatury:

[1] KONEČNÝ, M. Finanční analýza a plánování, 11. upravené vydání, Brno: 1. Ing. Zdeněk Novotný CSc., 2006, ISBN 80-7355-061-X.

[2] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, 1. vydání, Praha: Ekopress, 2001, ISBN 80-86119-36-X.

[3] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy, Praha: Grada Publishing, 2002, ISBN 80-247-0125-1.

[4] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera, 1. vydání, Praha: LINDE nakladatelství, 2005, ISBN 80-86131-63-7.

Vedoucí diplomové práce: doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: 5. března 2007

Termín odevzdání diplomové práce: 4. května 2007

Ve Zlíně dne 5. března 2007

  
doc. PhDr. Václav Nováček, CSc.  
děkan



  
doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
ředitel ústavu

## **ABSTRAKT**

Diplomová práce vychází především z metod fundamentální analýzy. Teoretická část seznamuje s možnými metodami stanovení ceny aktiva. Praktická část aplikuje předmět práce na skutečných datech společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. Charakterizuje podnik a vysvětluje jeho vztahy a okolní vlivy, které na něj mohou působit. Dále analyzuje ceny akcií podniku v čase, které srovnává s hodnotami vybraných poměrových ukazatelů. Na základě předchozí analýzy pak hodnotí hlavní vlivy na cenu akcie a navrhuje doporučení investorům pro objektivní hodnocení její ceny.

Klíčová slova: trh, akcie, výkonnost, analýza, Telefónica O2 Czech Republic

## **ABSTRACT**

The thesis goes out particularly from the methods of fundamental analysis. Teoretical part of the work introduces potential methods of appreciating assets. Practical part applies subject of the work on real data of Telefónica O2 Czech Republic company, describes the company and explains its relations and ambient effects that can influence it. Further analyses stock prices of the company in time and compares them to values of chosen ratio indicators. On the basis of previous analysis appreciates the main effects on the stock value and proposes recommendation to stakeholders for objective evaluation of the stock.

Keywords: market, stock, efficiency, analysis, Telefónica O2 Czech Republic

## **PODĚKOVÁNÍ**

Rád bych poděkoval vedoucí diplomové práce doc. Dr. Ing. Drahomíře Pavelkové za cenné rady a připomínky, kterými přispěla k vypracování této diplomové práce.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>8</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>9</b>
<b>1 PŘÍSTUPY K ODHADU HODNOTY AKCIE</b> .....	<b>10</b>
1.1 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA .....	10
1.2 TECHNICKÁ ANALÝZA .....	10
1.3 PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA .....	12
1.4 INSIDER OBCHODOVÁNÍ .....	13
1.5 POROVNÁNÍ PŘÍSTUPŮ K ODHADU HODNOTY AKCIE .....	13
<b>2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA</b> .....	<b>15</b>
2.1 GLOBÁLNÍ ANALÝZA .....	15
2.1.1 Reálný výstup ekonomiky .....	15
2.1.2 Úroková sazba .....	16
2.1.3 Inflace .....	16
2.1.4 Daňová úroveň .....	16
2.1.5 Vládní výdaje .....	16
2.1.6 Zahraniční kapitál .....	16
2.1.7 Významné události .....	17
2.2 ODVĚTVOVÁ ANALÝZA .....	17
2.3 PODNIKOVÁ ANALÝZA .....	18
2.4 STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	18
2.5 FINANČNÍ ANALÝZA .....	18
2.5.1 Finanční zdraví .....	19
2.5.2 Významné podnikové faktory .....	19
2.5.3 Zdroje informací pro finanční analýzu .....	20
2.5.4 Metody finanční analýzy .....	22
2.5.5 Analýza absolutních ukazatelů .....	23
2.5.6 Analýza rozdílových ukazatelů .....	24
2.5.7 Analýza cash flow .....	25
2.5.8 Analýza poměrových ukazatelů .....	25
2.5.9 Analýza soustav ukazatelů .....	33
2.5.10 Moderní metody měření výkonnosti .....	34
2.6 SHRNUTÍ .....	39
<b>II PRAKTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>40</b>
<b>3 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI</b> .....	<b>41</b>
3.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI .....	41
3.2 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI .....	41
3.2.1 Telefónica O2 Czech Republic .....	41
3.2.2 Telefónica O2 Europe .....	42
3.2.3 Telefónica .....	43

3.2.4	Integrace .....	43
3.2.5	Lidské zdroje .....	44
3.2.6	Oborové zaměření .....	45
<b>4</b>	<b>FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>47</b>
4.1	GLOBÁLNÍ ANALÝZA .....	47
4.1.1	Akciové trhy .....	48
4.1.2	Přehled událostí .....	48
4.2	ODVĚTVOVÁ ANALÝZA.....	51
4.2.1	Konkurence .....	52
4.2.2	Okolní trhy .....	53
4.3	PODNIKOVÁ ANALÝZA.....	53
4.3.1	Postavení na trhu .....	53
4.3.2	Ratingové ohodnocení.....	54
4.3.3	Regulace .....	55
4.3.4	SWOT analýza .....	56
4.3.5	Vstupní data finanční analýzy .....	56
4.3.6	Rozbor rozvahy .....	57
4.3.7	Rozbor výkazu zisku a ztrát .....	60
4.3.8	Rozbor výkazu o peněžních tocích.....	62
4.3.9	Rentabilita .....	63
4.3.10	Aktivita.....	65
4.3.11	Zadluženost .....	66
4.3.12	Likvidita .....	67
4.3.13	Kapitálový trh.....	69
4.3.14	Ekonomická přidaná hodnota.....	70
4.4	SHRNUTÍ.....	71
4.4.1	Doporučení investorům .....	74
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>77</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>78</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK .....</b>	<b>80</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>82</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>83</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>84</b>

## ÚVOD

Mezi základní přístupy k určení hodnoty akcie patří fundamentální, technická a psychologická analýza. Každá z nich sestává z mnoha dílčích částí, které mají svoji důležitost a vypovídací schopnost. Ač je podstata přístupů základních typů analýz naprosto odlišná, navzájem se nevylučují, naopak se doporučuje jejich souběžné využití, které rozšíří investorův náhled na aktivum. V praxi je nejrozšířenější použití fundamentální analýzy, která podrobně informuje o finančním stavu podniku a lze na jejím základě stavět dlouhodobá investiční doporučení.

V České republice můžeme v posledních letech pozorovat zvyšující se zájem o investice na kapitálových trzích, který přichází jak ze strany domácích a zahraniční institucionálních investorů, tak ze strany laické veřejnosti. Ta začíná na úkor konzervativních forem zhodnocování svých peněžních prostředků pomalu využívat rizikovějších a zároveň ziskovějších forem, mezi něž patří nákup a prodej akcií obchodovaných na českém akciovém trhu.

Vzhledem ke značné náročnosti zpracování fundamentální analýzy je její samostatné vypracování laikem prakticky nemožné. Skládá se však z mnoha dílčích částí, které jsou pro určení výsledného doporučení stěžejní a určují její směr. O těchto dílčích částech lze již říci, že jsou přístupnější a můžeme u nich předpokládat využití a případné zpracování i širší veřejností.

Cílem této diplomové práce je odpovědět na otázku, zda hodnota podniku vyjádřená vybranými výkonnostními ukazateli odpovídá hodnotě vyjádřené cenou akcií na trhu. Diplomová práce ve své teoretické části popisuje jednotlivé přístupy k určení hodnoty akcie, přičemž největší měrou se zabývá právě obsahem fundamentální analýzy. Praktická část se věnuje aplikaci jednotlivých metod fundamentální analýzy na skutečná data společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s. a výsledky dílčích částí porovnává se skutečnými tržními hodnotami akcie. Na základě srovnání se snaží definovat ty ukazatele, které jsou pro určení vývoje budoucí hodnoty tohoto podniku na kapitálovém trhu nejvýznamnější. Závěrem doporučuje investorům výběr přístupů pro objektivní hodnocení ceny akcie sledované společnosti. Výsledek diplomové práce může být vodítkem pro tu část veřejnosti, která má zájem své peněžní prostředky do této společnosti investovat.



## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 PŘÍSTUPY K ODHADU HODNOTY AKCIE

Důležitým předpokladem pro úspěšné fungování investora na akciovém trhu je nalezení takových titulů, jejichž aktuální tržní hodnota neodpovídá jejich skutečné hodnotě. Tento rozdíl může být v danou dobu považován za potenciální příležitost k vhodné investici a následné realizaci zisku. Základní metody odhadu cen akcií se odlišují zejména podle způsobu investorova rozhodování, rozlišujeme:

- fundamentální analýzu,
- technickou analýzu,
- psychologickou analýzu. [10]

### 1.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza zkoumá samotnou podstatu předmětného aktiva. Vychází z předpokladu, že každé aktivum na trhu lze ocenit skutečnou cenou, která se označuje jako „vnitřní hodnota“. Ta je determinována určitými cenotvornými a zároveň předpověditelnými faktory, jejichž analýzou můžeme vnitřní hodnotu stanovit. Porovnáním odchylky mezi odhadem skutečné ceny a aktuální tržní cenou zjistíme, která finanční aktiva jsou na trhu vůči této správné vnitřní hodnotě podhodnocena, a která nadhodnocena. Tak získáme potřebné informace, kdy a jaké aktivum na trhu nakupovat a prodávat. Fundamentální analýza se zaměřuje na tři elementární oblasti:

- globální analýza,
- odvětvová analýza,
- podniková analýza. [8]

Vzhledem k tomu, že fundamentální analýza tvoří nosnou část této diplomové práce, bude dále hlouběji popsána ve druhé kapitole.

### 1.2 Technická analýza

Technická analýza sleduje chování jednotlivých akcií a celkového trhu, které je založené na vztahu nabídky a poptávky. Zkoumá trh samotný, nikoliv faktory, které ho ovlivňují. Z vývoje cen a objemů obchodů v minulosti odvozuje pravděpodobný vývoj cen v budouc-

nosti. Odpovídá na otázku, kdy dané aktivum koupit nebo prodat. Technická analýza má tři výchozí předpoklady:

- tržní ceny odrážejí a zahrnují veškeré informace,
- ceny se pohybují v trendech,
- dění na trhu se opakuje.

Předpokládá, že veškeré informace jsou v cenách zahrnuty, a je proto zbytečné porovnávat tržní cenu s vnitřní hodnotou. Skutečná cena je podle technických analytiků důsledkem změn v nabídce a poptávce. Technická analýza nezkoumá příčiny těchto změn, ale pouze co se po těchto změnách stane s cenou aktiva. Vyšší poptávka stimuluje růst ceny, naopak vyšší nabídka způsobuje pokles ceny. Pohyb cen vždy vytváří určitý trend. Ten může být rostoucí, klesající nebo konstantní. V tomto trendu pak cena určitou dobu setrvává, a to znamená, že nemění svůj směr okamžitě. Mezi základní trendy patří býčí trh (bull market), kdy pokles kurzů je nižší než předchozí úroveň a vzestup kurzů je vyšší nežli předchozí úroveň, a dále medvědí trh (bear market), kdy pokles kurzů je větší než předchozí úroveň a vzestup kurzů je nižší nežli předchozí úroveň. Sklon účastníků trhu reagovat v podobných situacích podobně je jedním z původců opakujícího se chování trhu. Z minulého vývoje lze proto usuzovat na vývoj budoucí. Technická analýza používá níže uvedené základní nástroje.

- Grafy, které sledují zejména analýzu trendu, která se snaží nalézt linie podpory a odporu, přerušení trendu nebo pásma, ve kterých se bude cena pohybovat.
- Formace, které se snaží odhalit obrazce, jež se pravidelně opakují. Používá dva základní přístupy. Reverzní formace signalizující změnu trendu, tzv. hlava a ramena. A konsolidační formace signalizující pokračování v dosavadním trendu po jeho krátkodobém přerušení, tzv. prapor.
- Technické indikátory, které se pokouší analyzovat cenové, tržní a objemové vlastnosti celkového trhu a případně konkrétních aktiv. Mezi technické indikátory celkového trhu patří například Advance Decline Line nebo On Balance Value a mezi technické indikátory konkrétních akcií patří například klouzavé průměry, momentu, nebo money flow.

- Obchodní systémy, které představují zautomatizování jednotlivých kroků technické analýzy softwarovými produkty. [14]

### 1.3 Psychologická analýza

Psychologická analýza zkoumá chování většiny účastníků trhu. Vychází z předpokladu, že chování investorů na trhu akcií nemusí být racionální, ale podléhá různým náladám a citům. Psychologičtí analytici doporučují studovat psychologii davu, protože podle jejich názoru se většina investorů řídí na trhu momentálně zde převládajícími náladami. To v praxi znamená, že pokud cena aktiva klesá, dav si toho povšimne a bude chtít akcii prodat. V důsledku toho její cena opět poklesne a naopak. Tato většina investorů „pluje s proudem“ a zapomíná na racionální úvahy. Psychologická analýza proto doporučuje „plout proti proudu“. Efekt psychologie davu je ještě umocněn používáním shodných nástrojů pro zpracování fundamentální nebo technické analýzy. Jde například o stejné softwarové produkty, které generují velmi podobné nákupní nebo prodejní signály. V psychologické analýze lze rozlišit čtyři základní teoretické přístupy:

- Keynesovu investiční psychologii,
- Kostolanyho burzovní psychologii,
- Drasnarovu koncepci psychologické analýzy,
- teorii spekulativních bublin.

Keynesova investiční psychologie vychází ze spekulativního chování účastníků trhu. Akciové kurzy jsou v tomto případě ovlivňovány subjektivními faktory, jako jsou nepřiměřené reakce akciových kurzů na jednotlivé události, způsobené nedostatečnou informovaností účastníků trhu o skutečném stavu. Výsledkem je nesprávné ohodnocení aktiv vyplývající z kolektivní psychologie v investování. Pokud tedy budu účastníci trhu tvoření především nesprávně informovanou skupinou na úkor kvalifikované skupiny zabývající se detailními analýzami, budou se kurzy pohybovat převážně v závislosti na náladách na trhu panujících.

Kostolanyho burzovní psychologie vychází z rozdělení účastníků na skupiny hráčů a spekulantů. Hráči se snaží dosáhnout rychlých zisků, a proto nevycházejí z časově náročných analýz, ale využívají pouze rychle dostupné aktuální informace a jsou s davem. Spekulanti

naopak vycházejí z fundamentálních analýz, jednají na základě konkrétních kurzotvorných dat, nepodléhají emocionálním náladám a jsou schopni jít proti proudu.

Drasnarova koncepce psychologické analýzy vychází z předpokladu, že chování investorů je ovlivňováno dvěma vlastnostmi, chamtivostí a strachem. Chamtivost, která je vyvolána tužbou člověka po bohatství, podněcuje ve snaze po dosažení vysokých zisků poptávku, což vede k růstu kurzů. Strach se projevuje v okamžiku, kdy se investoři začnou obávat o získané bohatství. Vede je k prodeji aktiv způsobujícímu zvýšení nabídky, což vede k poklesu kurzů.

Teorie spekulativních bublin představuje vzestupy nebo pády akciových kurzů, které nejsou postaveny na podkladě skutečných událostí a dat, ale jsou výsledkem přehnané reakce na určitou událost. Pokud daný trend přetrvává, je způsoben davovou psychologií účastníků trhu. [14]

#### **1.4 Insider obchodování**

Kromě uvedených přístupů můžeme rozlišit ještě jeden další, tzv. insider obchodování. Jedná se o obchodování úzké skupiny zasvěcených subjektů, kteří mají přístup k veřejnosti nepřístupným informacím, jako jsou například neauditované výsledky hospodaření podniků nebo investiční a marketingové strategie. Pomocí těchto informací je možné dosáhnout mimořádného zisku při nákupu nebo prodeji aktiv a lze předpokládat, že je tak realizován nezanedbatelný podíl obchodů na akciových trzích, přestože zákony většinou používání tohoto typu informací nedovolují. [1]

#### **1.5 Porovnání přístupů k odhadu hodnoty akcie**

Každý ze třech popsaných přístupů má své výhody i nevýhody. Jejich základní parametry shrnuje následující tabulka (*Tab. 1*).

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	
<b>Časové hledisko</b>	Střednědobé a dlouhodobé
<b>Zdroje</b>	Veřejné účetní a marketingové informace
<b>Předpoklady</b>	Existence cenotvorných faktorů určujících vnitřní cenu
<b>Základní metody</b>	Analýza účetních podkladů vzhledem k odvětvové struktuře ekonomiky, analýza makroekonomického prostředí
<b>Praktické využití</b>	Co obchodovat?
TECHNICKÁ ANALÝZA	
<b>Časové hledisko</b>	Krátkodobé
<b>Zdroje</b>	Historické burzovní informace o cenách a obchodovaných objemech
<b>Předpoklady</b>	Veškeré informace jsou zahrnuty v cenách, existence trendů
<b>Základní metody</b>	Predikce vývoje cen na základě historických objemů obchodů a tržních cen
<b>Praktické využití</b>	Kdy obchodovat?
PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA	
<b>Časové hledisko</b>	Převážně krátkodobé
<b>Zdroje</b>	Veřejné burzovní informace ve spojení se znalostí psychologie
<b>Předpoklady</b>	Předvídatelnost lidského chování
<b>Základní metody</b>	Odhad změn v chování investorů na základě porovnávání informací o uzavřených obchodech
<b>Praktické využití</b>	Co budou dělat ostatní?

*Tab. 1. Porovnání přístupů k odhadu hodnoty akcie*

Hlavní výhodou fundamentální analýzy je především její objektivní vypovídací schopnost, naopak nevýhodou je vysoká náročnost zpracování, a to jak po stránce časové tak kvalifikační. Výsledek je závislý na značném množství údajů, a na kvalitu jejího zpracování má proto velký vliv věrohodnost a rozsah těchto vstupních dat.

Výhodou technické analýzy je za předpokladu vhodných nástrojů její relativně snadná zpracovatelnost. Nevýhodou je samotná podstata vstupních dat, která vychází pouze z historických údajů.

Psychologickou analýzu lze považovat za nejméně sofistikovanou a zároveň nejméně teoretickou. Je vhodná zejména jako doplňující nástroj k fundamentální a technické analýze.

## 2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Její podstatou je postupné odhalení jednotlivých částí aktiva, vztahů mezi těmito částmi, vztahů mezi aktivem a vnějším prostředím a dále odhalení faktorů s největším vlivem na vývoj aktiva a jeho hodnoty. Ve fundamentální analýze rozlišujeme tři její úrovně:

- makroekonomickou, kterou se zabývá globální analýza,
- sektorovou, kterou se zabývá odvětvová analýza,
- firemní, kterou se zabývá podniková analýza.

Faktory vyplývající z jednotlivých analýz mají různý vliv na hodnotu akciových kurzů, o čemž se přesvědčíme v praktické části práce.

### 2.1 Globální analýza

Globální analýza vymezuje prostor, ve kterém se bude pohybovat analýza odvětví i podniku. Vychází především z odhadu makroekonomických veličin národního i mezinárodního charakteru, jejichž zdrojem jsou zpravidla instituce typu ministerstva financí, národní banky, statistického úřadu nebo makléřské a analytické společnosti. V globální analýze se sledují především makroekonomické veličiny s významným vlivem na hodnotu aktiva. Působení těchto faktorů je často provázané a působí mezi nimi synergické efekty. Mezi sledované faktory patří reálný výstup ekonomiky, úroková sazba, inflace, daňová úroveň, vládní výdaje, zahraniční kapitál a významné události. Vypovídající schopnost globální analýzy je závislá na exaktnosti vstupních dat, které jsou čerpány z více různých zdrojů. Náročným úkolem je také stanovení konkrétního dopadu, plynoucího z makroekonomických změn, na daný podnik. [1] [8] [10] [14]

#### 2.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Reálný výstup ekonomiky úzce souvisí s vývojem akciových kurzů. Jejich vztah můžeme rozlišit na třech úrovních, dlouhodobé, střednědobé a krátkodobé. Nejsilnější je na úrovni dlouhodobé. Zde platí, že akciové kurzy oscilují kolem určitého trendu, který je většinou udáván právě trendem ekonomiky. Z toho vyplývá, že rostoucí ekonomická úroveň má pozitivní vliv na vývoj akciových kurzů a v případě zveřejnění optimistické předpovědi vývoje národní ekonomiky můžeme očekávat růst obchodovaných titulů.

### 2.1.2 Úroková sazba

Vztah mezi úrokovými sazbami a akciovými kurzy je inverzní, což znamená, že zvýšení úrokových sazeb vyvolává snížení ceny akcií a naopak.

### 2.1.3 Inflace

Při zvýšené inflaci očekávají investoři vzhledem ke zvýšené potenciální nestabilitě ekonomiky a s tím souvisejícího zvýšeného rizika vyšší výnos. Inflace má však na vývoj akciových kurzů negativní vliv. Důvody jsou na jedné straně daňového původu, které jsou důsledkem klesající reálné hodnoty odpisů a zásob, což je dáno jejich účtováním v pořizovacích cenách. Na straně druhé jsou důsledkem budoucích peněžních toků, které nezahrnují inflaci zvýšenou nad očekávání.

### 2.1.4 Daňová úroveň

Snížení daní zvyšuje akciové kurzy. Zdanění má přímý vliv na vývoj ceny akcií ve dvou rovinách, z nichž jedna se týká zdanění dané akciové společnosti a druhá zdanění jejich investorů. S klesajícím zdaněním společnosti přímo roste její potenciál na další rozvoj díky vyššímu zisku po zdanění, který může být ve zvýšené míře reinvestován, a to může dále vést k nepřímému zvyšování zisku v budoucnu. Vyšší čistý zisk se může projevit také na vyšší dividend. Z pohledu investora je zdanění jedním z faktorů při volbě investice, protože výše zdanění, které podléhá případný výnos, zvyšuje jeho náklad na danou investici.

### 2.1.5 Vládní výdaje

Vládní výdaje mohou mít na akciový trh pozitivní i negativní vliv. Pozitivní v případě, kdy je stát považován za koupěschopného zákazníka, který může dané společnosti svojí poptávkou zvýšit výnosy, což může způsobit růst ceny aktiva. Negativní pak za předpokladu, že jsou vládní výdaje kryty emisí státních dluhopisů z důvodu deficitu státního rozpočtu. Zvyšuje se tak jejich nabídka, s čímž souvisí zvýšení úrokových sazeb, a to může vést k poklesu ceny akcií.

### 2.1.6 Zahraniční kapitál

Investoři pohybující se na mezinárodních trzích vyhledávají takové národní trhy, které vykazují vyšší výnosy nebo nižší riziko. Pokud dojde k negativní změně těchto faktorů, lze



očekávat odliv kapitálu. Zahraniční kapitál je proto třeba rozlišit na krátkodobý a dlouhodobý. Z krátkodobého hlediska je působení obou typů pozitivní, protože podporuje růst cen na akciovém trhu a jeho likviditu. Krátkodobý nebo tzv. spekulativní kapitál působí však i negativně. Vzhledem ke své časové podstatě dojde v momentě „nasyčení“ investorů k jeho odlivu, a to způsobí pokles akciového trhu. Ovlivňuje také volatilitu akciových kurzů, což zvyšuje jeho rizikovost. Dlouhodobý kapitál je proto z pohledu národního akciového trhu výhodnější.

### 2.1.7 Významné události

Jedná se zejména o události ekonomického, politického nebo přírodního charakteru., jejichž vliv může být jak pozitivní, tak negativní. Příkladem významných událostí jsou výsledky voleb, korupční aféry, válečné konflikty, přírodní katastrofy, výrazné změny devizových kurzů nebo cen ropy atd. Rozsah vlivu na konkrétní společnost nebo jednotlivá odvětví závisí na jejich citlivosti.

## 2.2 Odvětvová analýza

Globální analýza se zabývá makroekonomickými faktory, které ovlivňují ekonomiku jako celek. Jednotlivá odvětví jsou však odlišně citlivá na vývoj těchto makroekonomických faktorů. Podle citlivosti na vývoj ekonomiky je můžeme rozdělit na odvětví:

- cyklická,
- neutrální,
- anticyklická. [14]

Cyklická odvětví kopírují hospodářský vývoj ekonomiky. Vztah k ekonomice je dán charakterem produktů daného odvětví. Pokud může být jejich nákup odložen na pozdější období, znamená to pro podnik snížení očekávaných výnosů, a to se následně promítne do ceny akcie. Neutrální odvětví se zabývají takovou produkcí, která je nezbytná, a nelze ji proto odložit na pozdější období. Na hospodářském vývoji jsou prakticky nezávislá. Anticyklická odvětví mají k hospodářskému vývoji inverzní vztah. V případě expanze ekonomiky dochází u těchto podniků k recesi a naopak. [10]

### 2.3 Podniková analýza

Základním předpokladem investice a otázkou, kterou si každý investor pokládá, je její návratnost. Abychom mohli na tuto otázku odpovědět, je nutné se seznámit se skutečným „vnitřním“ stavem podniku. Nástrojem pro získání odpovědi je finanční analýza jako hlavní část analýzy podniku. Jaké má podnik vyhlídky vzhledem k povaze své činnosti a okolním vlivům zodpovídá druhá část analýzy podniku, strategická analýza. Jejím primárním cílem je zjištění vývojového potenciálu.

### 2.4 Strategická analýza

Strategická analýza pomáhá stanovit potenciál pro růst tržního podílu i trhu samotného a z toho vyplývající budoucí výnosy. Strategická analýza se zabývá třemi dílčími analýzami:

- tržního potenciálu,
- vnitřního potenciálu,
- konkurenčních sil.

Analýza tržního potenciálu vychází z globální a odvětvové analýzy. Jejím cílem je zjistit jaký je vývoj národního hospodářství, jak je podnik na změny citlivý, jak je vymezen relevantní trh a jakým směrem se tento trh ubírá.

Analýza vnitřního potenciálu se snaží definovat silné a slabé stránky podniku. Zabývá se řízením, lidskými zdroji, technologickou úrovní a dalšími aspekty.

Analýza konkurenčních sil vymezuje trh a hlavní konkurenční podniky, u nichž se dle dostupných informací snaží definovat tržní podíly, strategii a finanční situaci. Na základě srovnání s informacemi získanými analýzou vnitřního potenciálu pak určuje hlavní konkurenční výhody daného podniku. [9]

### 2.5 Finanční analýza

Finanční analýza slouží jako podklad pro finanční rozhodování. Představuje významnou součást komplexu finančního řízení podniku, neboť zajišťuje zpětnou vazbu mezi předpokládaným efektem řídicích rozhodnutí a skutečností. Je svým předmětem úzce spojena s finančním účetnictvím, které poskytuje data a informace pro finanční rozhodování prostřednictvím základních finančních výkazů.

Nedostatkem účetních informací z hlediska finančního řízení je to, že zobrazují minulost a neobsahují výhledy do budoucnosti. K překonání těchto nedostatků se proto využívá finanční analýza, která poměří získané údaje mezi sebou navzájem a rozšiřuje tak jejich vypovídací schopnost a umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření a finanční situaci podniku, podle nichž by bylo možné přijmout příslušná rozhodnutí. Finanční analýza tak představuje ohodnocení minulosti, současnosti a předpokládané budoucnosti finančního hospodaření podniku.

Informace obsažené ve finanční analýze jsou předmětem zájmu především investorů, manažerů a věřitelů. Mohou z ní však čerpat i ostatní zájmové skupiny jako jsou obchodní partneři, zaměstnanci nebo stát. [12]

### **2.5.1 Finanční zdraví**

Účelem finanční analýzy je provést diagnózu finančního hospodaření podniku. Uspokojivá finanční situace podniku se označuje také jako "finanční zdraví" podniku. Za finančně zdravý podnik je možné považovat takový podnik, který je v danou chvíli schopen naplňovat smysl své existence. V podmínkách tržní ekonomiky to prakticky znamená, že je schopen dosahovat trvale takové míry zhodnocení vloženého kapitálu, která je požadována investory vzhledem k výši rizika, s jakým je příslušný druh podnikání spojen. Míra schopnosti zhodnotit vložený kapitál je pak na akciovém trhu ohodnocena investory prostřednictvím tržní ceny akcie. Finanční zdraví předpokládá zejména dosahování dostatečného zisku a udržení dlouhodobé likvidity. [12]

### **2.5.2 Významné podnikové faktory**

Nejvýznamnějším podnikovým faktorem z pohledu jeho vlivu na cenu akcie je obecně zisk. Dalšími jsou především finanční a dividendová politika.

Nejdostupnější kategorií zisku je v rámci finanční analýzy zisk účetní, který je výchozím údajem pro hodnocení potenciální investice a návratnosti vloženého kapitálu. Vypovídací schopnost účetního zisku však není dostatečná a mnohdy je neobjektivní zejména vzhledem ke způsobu ohodnocení majetku a použitým účetním metodám, které mohou být závažně ovlivňovány.

Finanční politika se snaží o stanovení optimální struktury vlastního a cizího kapitálu podniku. Zvyšování zadluženosti do dosažení optimálního poměru vede k růstu ceny aktiva. Důvodem je nižší cena cizího kapitálu způsobená „daňovým štítem“, který funguje díky úrokům započítávaným do nákladů. Jedním z předpokladů pro využití cizího kapitálu je hodnota rentability investice vyšší než je hodnota úroků z cizího kapitálu.

Dividendová politika zajímá investora zejména z dlouhodobého pohledu. Určuje, zda budou akcionářům vypláceny dividendy a v jaké výši. Za akcie přinášející vyšší dividendu jsou investoři ochotni zaplatit vyšší cenu. Výplata stabilně rostoucích dividend je pro investory zároveň určitou zárukou pozitivního vývoje podniku. Na druhou stranu představují dividendy volné finanční zdroje podniku, které jejich výplatou nemohou být reinvestovány za účelem dalšího rozvoje podniku. [10]

### 2.5.3 Zdroje informací pro finanční analýzu

Finanční analýza využívá velké množství dat z různých zdrojů a různé povahy. Nejdůležitějším faktorem při zpracování dat je jejich kvalita, protože ani sebepřesnější metoda nedokáže vytvořit z nesprávných podkladů hodnotný výsledek. Důležitá je také relativní srovnatelnost dat, a to časová a mezi subjekty. Časová srovnatelnost je zaručena obecně uznávanou zásadou účetnictví o stálosti metod, tj. neměnnost postupů účtování, způsobů oceňování a odpisování. Srovnatelnost mezi subjekty je nejčastěji posuzována z hlediska oborové srovnatelnosti.

Zdroje pro vstupní data finanční analýzy můžeme rozdělit na interní a externí. Mezi interní zdroje patří účetní výkazy podniku (rozvaha, výkaz zisku a ztrát, výkaz cash flow), vnitropodnikové kalkulace a plány, předpovědi vrcholového vedení podniku a výroční zprávy. Mezi externí zdroje patří data z ekonomického prostředí podniku, jako jsou údaje ze státních statistik a údaje ministerstev, předpovědi finančních analytiků a burzovní zprávy, hospodářské zprávy a nezávislá hodnocení.

#### **Rozvaha**

Rozvaha je z pohledu finanční analýzy nejdůležitějším zdrojem informací. Zachycuje finanční zdroje podniku k určitému datu a majetek, který podnik z těchto zdrojů financoval. Aktiva se dělí na stálá (dlouhodobá), oběžná (krátkodobá) a přechodná (ostatní) aktiva. Pasiva se člení na vlastní kapitál, cizí zdroje a ostatní pasiva.

Velmi důležitý je poměr stálých aktiv a dlouhodobých zdrojů, o kterém hovoří tzv. zlaté pravidlo financování. Podle něj mají být na krytí stálých aktiv použity pouze ty zdroje, které má podnik k dispozici dlouhodobě. V případě, že dlouhodobá aktiva převyšují dlouhodobé zdroje, je podnik „podkapitalizován“, to znamená, že podnik používá část krátkodobých zdrojů na financování stálého majetku. Naopak v případě, že dlouhodobé zdroje převyšují dlouhodobá aktiva, je podnik „překapitalizován“, to znamená, že podnik používá část dlouhodobých zdrojů na krytí oběžného majetku.

Dalším důležitým poměrem je vztah mezi krátkodobým majetkem a krátkodobými zdroji. Pokud je podnik překapitalizován, oběžný majetek přesáhne krátkodobé závazky. Rozdíl mezi těmito položkami nazýváme „čistý pracovní kapitál“. Prostřednictvím čistého pracovního kapitálu by měl podnik krýt krátkodobá aktiva. Představuje tu část prostředků, která podniku umožní pokračovat ve svých aktivitách i v případě, že se dostane do nepříznivé finanční situace. Přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými dluhy znamená, že má podnik dobré finanční zázemí a je schopen dostát svým závazkům. V opačném případě vzniká podniku nekrytý dluh. [13]

### **Výkaz zisku a ztrát**

Obsah tohoto výkazu tvoří hospodářský výsledek jako rozdíl mezi výnosy s náklady. Nej důležitější součástí výsledku hospodaření tvoří jeho provozní část, která je podstatou ekonomiky podniku. Dává nám obraz o tom, co podnik vyprodukoval ze své hlavní činnosti. Část finanční doplňuje výsledek hospodaření o výnosy a náklady vznikající v souvislosti se vztahy s institucemi finančního trhu. Všechny mimořádné okolnosti, které nastaly během účetního období, zachycuje mimořádný hospodářský výsledek.

Výkaz zisku a ztrát odráží úspěšnost práce managementu ve využívání majetkové základny a kapitálu, které podnik do podnikatelské činnosti zapojil.

### **Výkaz cash flow**

Výkaz o peněžních tocích představuje významnou součást přílohy k účetní závěrce. Výkaz se člení na peněžní tok z hlavní výdělečné činnosti, investiční činnosti a z finanční činnosti. Zatímco v rozvaze se porovnávají aktiva a pasiva, ve výsledovce náklady a výnosy, výkaz o peněžních tocích porovnává příjmy a výdaje. Doplňuje rozvahu a výkaz zisku a ztrát a informuje o pohybu peněžních prostředků. Vypovídá o tom, kolik peněžních zdrojů podnik vytvořil, jakým způsobem byly použity a slouží také pro posouzení likvidity podniku.

#### 2.5.4 Metody finanční analýzy

Metod používaných ve finanční analýze existuje velké množství, přičemž jednotlivé metody řeší různé problémy a jsou vhodné pro různé cíle analýz. Klasická analýza je členěna na elementární a vyšší metody. Praktická část této práce je zaměřena na metody elementární. Ty pracují s údaji, které jsou přímo položkou účetních výkazů nebo čísla z nich odvozená. Rozdělit je můžeme do několika skupin:

- analýza absolutních ukazatelů,
- analýza rozdílových ukazatelů,
- analýza cash flow,
- analýza poměrových ukazatelů,
- analýza soustav ukazatelů. [12]

V současné době dochází k posunu v oblasti sledovaných ukazatelů pro měření výkonnosti podniku, a to směrem k maximalizaci hodnoty pro vlastníky. Základní odlišnost proti tradičním ukazatelům spočívá ve dvou momentech:

- a) zavádí myšlenku tzv. oportunitních nákladů (nákladů ušlé příležitosti) do měření výkonnosti, které vystupují v podobě ceny, resp. nákladů kapitálu (WACC – Weighted Average Costs Capital),
- b) pracuje s provozním hospodářským výsledkem (NOPAT – Net Operating Profit After Tax). [6]

Klasické metody finanční analýzy jsou stále kritizovány z důvodu slabého hodnocení z pohledu tvorby hodnoty. Problémem je skutečnost, že účetně vykázaný hospodářský výsledek a z něho odvozené ukazatele nejsou dostatečně závislé na tvorbě hodnoty pro vlastníky. To znamená, že vysoký výsledek hospodaření nezaručuje nárůst hodnoty akcií na kapitálovém trhu. Dalším důležitým problémem je možnost ovlivnění vykázaného zisku pomocí legálních účetních postupů nebo nezohledněním časové hodnoty peněz a rizika. Proto vlastníci vyvinuli tlak na hledání nových způsobů, jak provázat finanční výkonnost podniku s tvorbou hodnoty pro akcionáře. Snaha o sjednocení cílů a strategií managementu s tvorbou hodnot pro akcionáře se nazývá hodnotovým řízením, jehož základem jsou výše zmíněná hodnotová kritéria.

Řešení se v osmdesátých letech hledalo v použití peněžních toků a z nich vycházející metody diskontovaného cash flow (DCF). Metoda diskontovaného cash flow se však neosvědčila jako součást běžného řízení. Jedním z důvodů je skutečnost, že na ní nelze stavět hmotnou zainteresovanost manažerů. Snaha o nalezení ukazatele, který by dokázal jednoznačně ohodnotit výkonnost podniku, vyústila až v devadesátých letech. Americká poradenská firma Stern, Stewart & Co. přišla s hodnotově orientovaným měřením výkonnosti, které známe pod názvem ekonomická přidaná hodnota (EVA – Economic Value Added). Metoda je nástrojem k řízení a oceňování podniku a v dnešní době je aplikována i na evropské podniky včetně České republiky.

Dalšími příklady dnes používaných metod řízení a hodnocení výkonnosti podniku jsou tržní přidaná hodnota (MVA – Market Value Added), rentabilita investic založená na peněžních tocích (CFROI – Cash Flow Return On Investment) nebo Balanced Scorecard (BSC). [13]

### **2.5.5 Analýza absolutních ukazatelů**

Při této analýze se využívá přímo údajů obsažených v účetních výkazech. Vedle sledování změn absolutní hodnoty ukazatelů v čase se obvykle zjišťují také jejich relativní změny. Konkrétní uplatnění těchto ukazatelů nalzáme v analýze vývojových trendů a v procentní analýze komponent.

#### **Analýza trendů**

Analýza trendů porovnává změny ukazatelů v časové řadě. Při interpretaci bereme v úvahu jak změny absolutních hodnot, tak procentní změny jednotlivých položek výkazů po řádcích. Proto se označuje také jako horizontální analýza. Výchozí data jsou obsažena v účetních výkazech firmy a ve výročních zprávách. Při hodnocení finanční situace by měl analytik uvažovat kromě změn uvnitř zkoumaného podniku i okolní podmínky jako jsou změny v daňové soustavě, inflace, změny podmínek na kapitálovém trhu, vstup nových konkurentů na trh nebo změny poptávky. [3]

#### **Procentní analýza komponent**

Procentní analýza komponent posuzuje strukturu aktiv a pasiv firmy. Pracuje s údaji za jednotlivá období odshora dolů, a označuje se proto také jako vertikální analýza. Její výhodou je, že není ovlivněna meziroční inflací, což umožňuje srovnání vývojových trendů ve

sledovaném období. Vzhledem ke své podstatě umožňuje i vzájemné srovnání mezi podniky. V případě rozvahy se vertikálně uvedené ukazatele poměrují s celkovou velikostí aktiv, resp. pasiv, a tak vyjadřují strukturu majetku, resp. kapitálu. Ve výkazu zisků a ztrát se obvykle jako základ procentního vyjádření berou tržby, jejichž velikost představuje 100% a vertikálně uvedené ukazatele udávají procenta z těchto tržeb. Struktura aktiv nás informuje o tom, do čeho podnik vložil své prostředky. Při analýze aktiv zkoumáme především vztah dlouhodobého a krátkodobého majetku. Analýza kapitálové struktury posuzuje zdroje podle druhu, rizika, ceny a doby jejich vázanosti v podniku. Sleduje vztah mezi vlastním a cizím kapitálem, z něhož vyplývá míra optimální struktury podniku. Na schopnosti vytvářet a udržovat rovnovážný stav majetku a kapitálu závisí ekonomická stabilita podniku. [3]

### 2.5.6 Analýza rozdílových ukazatelů

Tyto ukazatele se označují jako fondy finančních prostředků. Vyjadřují rozdíl dvou ukazatelů absolutních. Fond je chápán jako agregace určitých stavových ukazatelů vyjadřujících aktiva nebo pasiva. Slouží především k hodnocení likvidity. Pro zajištění likvidity sledují firmy zejména čistý pracovní kapitál, čisté pohotové prostředky a čistý peněžně-pohledávkový finanční fond.

Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital) je nejčastěji používaným ukazatelem. Vypočítá se jako rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy a celkovými krátkodobými dluhy. Čistý pracovní kapitál je tedy část oběžného majetku, která je financována dlouhodobými zdroji. Představuje tzv. finanční polštář, který podniku umožňuje pokračovat v provozních aktivitách i v období s neočekávaně zvýšeným výdajem peněžních prostředků. Přebytek oběžných aktiv vytváří podniku dobré finanční zázemí a zajišťuje mu likviditu. Na druhou stranu příliš vysoký přebytek nad dlouhodobými zdroji svědčí o neefektivním využívání volných peněžních prostředků.

Čisté pohotové prostředky (peněžní fondy) můžeme používat jako míru likvidity pouze obezřetně, protože mezi nimi a likviditou neexistuje identita. Oběžná aktiva totiž mohou obsahovat i položky málo likvidní nebo dokonce dlouhodobě nelikvidní. Z tohoto důvodu se používá pro sledování okamžité likvidity čistý peněžní fond, který představuje rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky.



Čistý peněžně-pohledávkový finanční fond představuje střední cestu mezi oběma zmíněnými rozdílovými ukazateli. Při výpočtu se vylučují z oběžných aktiv zásoby nebo i ne-likvidní pohledávky a od takto upravených aktiv se odečtou krátkodobé závazky. [3] [12]

### 2.5.7 Analýza cash flow

Vedle sledování majtkové a kapitálové struktury, nákladů a výnosů je v praxi třeba analyzovat také stav a pohyb peněžních prostředků, tj. příjmy a výdaje potřebné k udržení platební schopnosti podniku. Cash flow vyjadřuje skutečné peněžní toky a jejich zásoby v podniku. Analýza cash flow je východiskem pro řízení likvidity podniku. Hlavními výhodami výkazu cash flow je skutečnost, že není ovlivněn metodou odpisování majetku, systémem tvorby rezerv a opravných položek, principem realizace (tzn. rozhodující je až skutečný okamžik toku peněžních prostředků), časovým rozlišením a inflací. Nevýhodou je pak odlišný přístup jednotlivých podniků k jeho tvorbě. Obvykle rozlišujeme:

- cash flow z provozní činnosti,
- cash flow z investiční činnosti,
- cash flow z finanční činnosti. [6]

### 2.5.8 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele nejčastěji vycházejí z rozvahy a výkazu zisku a ztrát. Jsou nejoblíbenější a také nejrozšířenější metodou finanční analýzy. Umožňují rychle získat obraz o základních charakteristikách firmy. Charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu. Poměrové ukazatele jsou vhodné zejména pro analýzu časového vývoje finanční situace daného podniku, slouží jako nástroj prostorové analýzy, tzn. k porovnávání více podobných podniků navzájem a mohou být používány jako vstupní údaje ekonomicko-matematických modelů. Velké množství poměrových ukazatelů lze rozdělit do několika skupin:

- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,

- ukazatele kapitálového trhu,
- ukazatele na bázi cash flow,
- provozní ukazatele. [12] [13]

### **Zisk a jeho formy**

Pro výpočet některých ukazatelů, především ukazatelů rentability, se využívá hodnoty zisku. Zisk se využívá v různých formách, odlišujících se nákladovými položkami, které se přičítají k jeho hodnotě po zdanění, tj. čistému zisku. Rozeznáváme především tyto jeho podoby:

- zisk před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA – Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)
- zisk před úroky a zdaněním (EBIT – Earnings Before Interests and Taxes)
- zisk před zdaněním (EBT – Earnings Before Taxes)
- zisk po zdanění (EAT – Earnings After Taxes)

Význam účetního zisku by se neměl přeceňovat, protože nepředstavuje skutečné peněžní toky. I z tohoto důvodu nabývá v poslední době na významu sledování hodnot vyplývajících z analýzy cash flow.

### **Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů podniku, jichž bylo užito k jeho dosažení. Tyto ukazatele se používají pro komplexní posouzení a hodnocení efektivnosti podniku, vyjadřuje se pomocí nich intenzita využívání, reprodukce a zhodnocení kapitálu. Obecně lze rentabilitu vyjádřit jako poměr některé z forem zisku k částce vloženého kapitálu. Mezi nejpoužívanější ukazatele patří rentabilita celkového a vlastního kapitálu a rentabilita tržeb.

#### Rentabilita celkových aktiv (ROA – Return On Assets)

Ukazatel vyjadřuje celkovou efektivitu podniku bez ohledu na zdroj financování. Je vhodný při vzájemném porovnávání podniků s rozdílnými daňovými podmínkami a různými podíly cizího kapitálu.

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

### Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return On Equity)

Je ukazatelem, jímž vlastníci zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos, zda se využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika. Pro investora je důležité, aby jeho hodnota byla vyšší než úroky, které by obdržel při jiné formě investování, protože právě investor nese riziko spojené se špatným hospodařením podniku.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastníkapitál}}$$

### Rentabilita tržeb (ROS – Return On Sales)

Ukazatel charakterizuje zisk vztažený k tržbám, tj. kolik podniku zůstane z jedné prodané koruny. Tržby představují tržní ohodnocení výkonů podniku za určité časové období. Do čitatele se často dosazuje EAT, v případě že kalkulujeme ziskovou přírážku zahrnující úhradu daně z příjmů, pak EBT a při srovnávání různých podniků je vhodné použít EBIT, abychom vyloučili vliv rozdílných zdrojů financování podniku.

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

### **Ukazatele aktivity**

Ukazatele měří, jak efektivně podnik hospodaří se svým majetkem. Má-li majetku více, než je účelné, vznikají mu zbytečné náklady, a tím nízký zisk. Má-li ho naopak nedostatek, musí se vzdát potenciálních podnikatelských příležitostí, a tak přichází o výnosy, které by mohl získat. Uvádějí se v podobě ukazatelů vyjadřujících rychlost obratu, tj. počet obrátek dané položky za určité období, nebo v převrácené podobě vyjadřující dobu obratu, tj. dobu vázanosti dané položky obvykle vyjádřené ve dnech.

### Vázanost celkových aktiv

Je nejkompexnějším ukazatelem, měří efektivitu, s níž podnik využívá veškerých aktiv. Čím je hodnota ukazatele nižší, tím lépe. Znamená to, že podnik expanduje, aniž by zvyšoval finanční zdroje. Při hodnocení je třeba brát v úvahu vliv použitých metod oceňování a odpisování.

$$\text{Vázanost celkových aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{\text{tržby}}$$

### Obrat zásob a Doba obratu zásob

Obrat zásob udává, kolikrát za rok se zásoby přemění v ostatní formy oběžného majetku až po opětovný nákup zásob. Slabinou ukazatele je skutečnost, že hodnota tržeb odráží aktuální tržní hodnotu, zatímco zásoby pořizovací cenu, což může vést k nadhodnocování skutečné obrátky. Za tržby se dosazuje jejich roční hodnota.

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

Doba obratu zásob udává průměrný počet dnů od nákupu, resp. výroby zásob do doby jejich spotřeby, resp. prodeje. Za hodnotu tržeb se dosazuje jejich průměrná výše.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoba}}{\text{tržby}} \times 360$$

Obecně platí, že čím vyšší je obratovost zásob a kratší doba obratu zásob, tím lépe. Na druhou stranu musí podnik pružně reagovat na poptávku, a je proto nutné nalézt optimální vztah mezi těmito ukazateli.

### Doba obratu pohledávek a Doba obratu závazků

Doba obratu pohledávek udává počet obrátek, tedy transformace pohledávek v hotové peníze. Čím rychlejší je obrat pohledávek, tím rychleji podnik inkasuje své pohledávky a získané peníze může použít na další potřeby podniku. Doba obratu závazků je srovnávacím ukazatelem k době obratu pohledávek. Obecně platí, že obrat pohledávek má být nižší než obrat závazků.

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

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

### **Ukazatele zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti hodnotí strukturu zdrojů podniku, tj. vztah mezi cizími a vlastními zdroji. Používání cizích zdrojů ovlivňuje výnosnost kapitálu a riziko.

### Celková zadluženost (Debt Ratio)

Hodnotu ukazatele je třeba uvažovat v souvislosti s celkovou výnosností a se strukturou cizího kapitálu. Vysoká zadluženost může být pro akcionáře negativní za předpokladu, že výnosnost celkového kapitálu je nižší než úrok placený věřitelům. Je-li ukazatel vysoký, bude pro podnik obtížné získat dodatečné zdroje. Věřitelé by nechtěli půjčovat podniku další peníze anebo by požadovali vyšší úrokovou sazbu.

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

### Míra zadluženosti

Ukazatel má stejnou vypovídací schopnost jako celková zadluženost. Čím vyšší je jeho hodnota, tím více cizích zdrojů již podnik využívá a tím klesá možnost získat další cizí zdroje. Pokud podnik využívá leasingové financování, měl by objem těchto závazků také zahrnout do hodnoty cizího kapitálu. Budoucí leasingové splátky nejsou součástí rozvahy nájemce, avšak svojí podstatou se jedná o dluh jako u běžného úvěru.

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

### Úrokové krytí

Ukazatel udává, kolikrát zisk převyšuje úrokové platby. Čím vyšší je jeho hodnota, tím větší je schopnost podniku splácet úroky. Hodnota ukazatele rovna jedné znamená, že po zaplacení úroků věřitelům nic nezůstane akcionářům. Ukazatel lze zpřesnit tak, že místo EBIT použijeme EAT zvýšený o nákladové úroky, protože firma nemůže na splácení úroků použít část určenou na daně.

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

### **Ukazatele likvidity**

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku dostát svým závazkům. Je podmíněna schopností přeměnit svůj majetek na peníze. Ukazatele likvidity poměrují to, čím je možné platit (čítatel) s tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel). Zabývají se nejlikvidnější částí aktiv podniku a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele z rozvahy. Informují

nás o tom, zda podnik bude či nebude mít problémy se splácením závazků splatných v blízké budoucnosti. Lze jimi proto měřit i krátkodobá rizika podniku.

#### Běžná likvidita (likvidita III. stupně)

Likvidní aktiva jsou zde chápána v nejširším pojetí, tj. jako veškerá oběžná aktiva. U zásob může jejich obměna na peníze trvat velmi dlouho, protože musejí být prodány, případně před tím spotřebovány a přeměněny na výrobky, prodány na obchodní úvěr a teprve po lhůtě splatnosti, pokud bude dodržena, uhrazeny odběratelem. Běžnou likviditu ovlivňuje struktura zásob, reálnost ocenění jejich prodejnosti, aktuálnost ocenění jejich tržní hodnoty a struktura pohledávek vzhledem k jejich placení, resp. neplacení ve lhůtě splatnosti či nedobytnosti. Klesá díky snižujícím se oběžným aktivům a růstu a objemu krátkodobých závazků.

$$\text{Likvidita III. stupně} = \frac{\text{krátkodobý majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

#### Pohotová likvidita (likvidita II. stupně)

Poměřuje pouze pohotová oběžná aktiva s krátkodobými závazky, přičemž do pohotových oběžných aktiv zahrnuje pouze peněžní prostředky, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky. Tento ukazatel bere v úvahu, že ne všechna aktiva jsou stejně likvidní. Zásoby patří mezi nejméně likvidní položky oběžných aktiv, a proto jsou z ukazatele vyloučeny. Je vhodné porovnat hodnoty běžné a pohotové likvidity, pokud je hodnota pohotové likvidity výrazně nižší, ukazuje to nadměrný poměr zásob v aktivech společnosti. Pokud se nejedná o obchodní společnost, pro které je tento poměr typický, může se jednat o znak neefektivního využívání aktiv.

$$\text{Likvidita II. stupně} = \frac{\text{krátkodobý majetek} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

#### Okamžitá likvidita (likvidita I. stupně)

Ukazatel hotovostní likvidity informuje o schopnosti podniku hradit právě splatné závazky z okamžitých zdrojů, kopíruje vývoj na běžném účtu. Jedná se o nejpřísnější ukazatel likvidity. Je použitelný v rámci interní finanční analýzy, protože externí uživatelé, kteří mají

k dispozici pouze veřejně publikované údaje z účetních závěrek, nemohou přesné údaje o hodnotě okamžitě splatných závazků zjistit.

$$\text{Likvidita I.stupně} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

### **Ukazatele kapitálového trhu**

Ukazatele kapitálového trhu zobrazují očekávání investorů společně s účetními údaji podniku. Vnější pohled tržní hledisko prostřednictvím finančních ukazatelů, které kromě údajů z účetních výkazů využívají informace z finančního trhu (u nás je častým zdrojem Burza cenných papírů Praha). Obsahují vyjádření důvěry v podnik a jeho budoucnost ze strany stávajících nebo potenciálních investorů, kteří mají zájem o výnos ze svých investic ve formě nakoupených akcií. Výnosu mohou dosáhnout prostřednictvím dividend nebo růstem tržní ceny akcie na kapitálovém trhu.

#### Čistý zisk na akcii (EPS – Earnings Per Share)

Tento ukazatel měří výši čistého zisku připadajícího na jednu akcii podniku. Je hodně využíván investory na kapitálových trzích. Může však selhávat z hlediska snahy manažerů o dosažení co nejvyšší hodnoty tohoto ukazatele, pokud trh reaguje na jeho zvýšení zvýšením tržní ceny akcií. Zvýšení tohoto ukazatele lze dosáhnout při větším podílu cizích zdrojů (může dojít k předlužení) nebo zvýšením zisku se stejným objemem vlastního kapitálu. EPS nedokáže rozlišovat mezi kapitálem produkujícím růst a mezi kapitálem produkujícím efektivní růst. To se může stát osudné každému podniku, který zvyšuje zisk bez pokrytí nákladů na kapitál. Snaha o dosažení co nejvyšší hodnoty ukazatele EPS může také vést k účetním podvodům. [13]

$$\text{Zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet vydaných akcií}}$$

#### Dividenda na akcii (DPS – Dividend Per Share)

Obvyklou snahou managementu podniku jsou rostoucí dividendy. Dividendová politika úzce souvisí s investiční politikou. Rozhodnutí managementu o objemu vyplacených dividend představuje kompromis mezi potřebou zadržet zisk pro potřeby podniku (zejména pro účely investic) a mezi uvolněním podílu zisku vlastníkům spolu s emisí nových akcií. Podniky mohou záměrně vyplácet nízké dividendy nebo dokonce žádné, aby si uchovaly ne-

rozdělený zisk pro financování budoucí expanze podniku. Jiným řešením je uvolnění zisku pro výplatu dividend a následné financování expanze podniku z cizích zdrojů, například úvěrů.

$$\text{Dividenda na akcii} = \frac{\text{dividendy za rok}}{\text{počet vydaných akcií}}$$

#### Výplatní poměr (DPS/EPS – Payout Ratio)

Ukazatel vyjadřuje, jak velký podíl čistého nerozděleného zisku podnik vyplácí akcionářům v podobě dividend, a vypovídá tak o jeho dividendové politice.

$$\text{Výplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{zisk na akcii}}$$

#### Poměr tržní ceny k zisku na akcii (P/E – Price Earnings Ratio)

Ukazatel je indikátorem celkového tržního ohodnocení podniku, promítají se v něm budoucí očekávání investorů ohledně tempa růstu, míry zisku a podílu dividend na akcii. Vysoká hodnota P/E může signalizovat, že investoři v budoucnu očekávají velký růst dividend nebo že akcie obsahuje malé riziko, a investoři se proto spokojí s menším výnosem. Nízká hodnota P/E může naopak signalizovat malý růstový potenciál podniku nebo větší riziko spojené s investicí. V tržní ceně akcie se výrazně odrážejí budoucí očekávání investorů, a proto nízké P/E při vysokém zisku je často výsledkem odhadovaného snižování zisků podniku.

$$\text{Pomer tržní ceny k zisku na akcii} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{zisk na akcii}}$$

#### **Ukazatele na bázi cash flow**

Ukazatele na bázi cash flow se používají k hlubší analýze finanční situace podniku a mohli bychom je zařadit i do některé z výše popsaných ukazatelů. U poměrových ukazatelů se zisk nahrazuje cash flow, přičemž se většinou používá hodnota cash flow z provozní činnosti. Výhodou oproti porovnávání se ziskem je, že cash flow odstraňuje vlivy účetních principů a postupů a zároveň není tak citlivé na inflaci. Ukazatelů na bázi cash flow je celá řada, níže je uvedeno pouze několik často používaných.

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{cash flow}}{\text{tržby}}$$



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

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{cash flow}}{\text{nákladové úroky}}$$

$$\text{Likvidita z cash flow} = \frac{\text{cash flow}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

### Provozní ukazatele

Provozní nebo také výrobní ukazatele jsou zaměřeny dovnitř podniku a jejich výsledky jsou určeny vedením podniku, který je využívá ke sledování a ovlivňování vývoje základní činnosti podniku. Základní vstupní data představují výnosy a náklady. Provozní ukazatele sledují především oblast produktivity a nákladovosti. Existuje jich opět celá řada, níže je uvedeno několik příkladů.

$$\text{Mzdová produktivita} = \frac{\text{výnosy}}{\text{mzdy}}$$

$$\text{Nákladovost výnosů} = \frac{\text{náklady}}{\text{výnosy}}$$

$$\text{Struktura nákladů} = \frac{\text{odpisy}}{\text{celkové náklady}}$$

#### 2.5.9 Analýza soustav ukazatelů

Finanční situaci podniku můžeme analyzovat pomocí mnoha poměrových ukazatelů. Nevýhodou individuálního posuzování podle jednotlivých ukazatelů je jejich izolovaný pohled na určitou část činnosti podniku. Vzhledem k tomu, že mezi jednotlivými ukazateli existují vzájemné závislosti, je možné vytvářet soustavy ukazatelů. Čím více ukazatelů pak soustavy obsahují, tím detailnější pohled na finanční situaci podniku dávají. Na druhou stranu pak velký počet ukazatelů zároveň ztěžuje orientaci a výsledné hodnocení.

Oblíbené v podnikové praxi jsou pyramidové soustavy ukazatelů, u kterých se postupně rozkládá vrcholový syntetický ukazatel na dílčí analytické ukazatele a mezi ukazateli tvořícími pyramidu existují pevné matematicky definované vztahy. Při rozkládání ukazatelů se používají dva základní postupy – aditivní (součet nebo rozdíl dvou ukazatelů) a multiplika-

tivní (součin nebo podíl dvou ukazatelů). Vrcholový ukazatel by měl vystihovat základní cíl podniku. Obvykle jím bývá rentabilita celkového nebo vlastního kapitálu.

Řada studií finančních analytiků se snaží vyřešit problém, které ukazatele pro zhodnocení finanční situace podniku a jeho výkonnosti vybrat a jakou významnost jim přisoudit. Chtějí rozlišit podnik „zdravý“ a „nemocný“, přičemž za nemocný podnik je považován obvykle podnik s ohroženou likviditou. Ukazatele jsou tedy vybírány s ohledem na to, jak jsou schopny rozlišit podnik s dobrou a ohroženou schopností dostát svým závazkům a jsou shrnovány do jedné charakteristiky ve formě bankrotních indikátorů. [13]

Tyto ukazatele označujeme jako souhrnné a patří mezi ně například Z-skóre nebo Index IN.

### 2.5.10 Moderní metody měření výkonnosti

Nové metody měření výkonnosti se vytvářejí s ohledem na zájmy investorů. Jejich smyslem je reálně zobrazit hospodaření podniku včetně budoucích výhledů, které budou co nejvíce korelovat s pohyby kurzů akcií na kapitálových trzích. Vedení podniků se musí přizpůsobit požadavkům akcionářů v podobě rostoucích dividend a tržních cen akcií, a to vyžaduje zakomponování těchto potřeb do systému řízení podniku. Od těchto ukazatelů se proto také očekává, že budou podporovat řízení hodnoty podniku a umožní rozlišit vazby na všechny úrovně podnikového řízení. Ukazatelů, které se snaží tyto parametry obsáhnout, je několik. V praxi nejrozšířenější jsou dnes tyto:

- Diskontované cash flow (DCF – Discounted Cash Flow),
- Tržní přidaná hodnota (MVA – Market Value Added),
- Ekonomická přidaná hodnota (EVA – Economic Value Added),
- Rentabilita investic z peněžních toků (CFROI – Cash Flow Return On Investment),
- Balanced Scorecard (BSC). [13]

Praktická část práce využívá z moderních metod měření výkonnosti ukazatele EVA.

#### Ekonomická přidaná hodnota

Podstatou ekonomické přidané hodnoty je skutečnost, že výše ekonomického zisku se značně liší od zisku, který se vykazuje v účetnictví. EVA je metoda založená na ekonomickém zisku, který respektuje všechny náklady na vynaložený kapitál, tj. náklady na vlastní i

cizí kapitál. Účetní zisk představuje rozdíl mezi výnosy a účetními náklady, zatímco ekonomický zisk je rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady, zahrnujícími kromě účetních nákladů i náklady ušlé příležitosti. Podnik vykazuje ekonomický zisk za předpokladu, že rentabilita vlastního kapitálu je rovna nebo vyšší nežli jsou náklady na vlastní kapitál. Vzhledem k tomu, že většina podniků využívá i cizích zdrojů, porovnává se rentabilita jak s nároky akcionářů, tak s nároky věřitelů, souhrnně vyjádřenými váženými průměrnými náklady kapitálu. [13]

### Výpočet EVA

EVA je definována jako operativní zisk snížený o náklady na veškerý kapitál, použitý k produkci tohoto zisku.

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \text{ kde}$$

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) ... zisk z hlavní činnosti podniku po zdanění

WACC (Weighted Average Costs of Capital) ... vážené průměrné náklady na kapitál

C, resp. NOA (Net Operating Assets) ... kapitál vázaný v aktivech využívaných k hlavní činnosti

Pro objektivní stanovení hodnoty ukazatele EVA je nutné správné určení těchto komponent. Nevýhoda účetnictví spočívá zejména v tom, že je statické, vykazuje minulé skutečnosti a je zaměřeno krátkodobě. Akcionáři však chtějí znát budoucí výnosy a rizika spojená s jejich investicemi. V účetních výkazech, z nichž jsou údaje pro výpočet EVA čerpány, je proto nutné před jejich použitím provést řadu úprav. [9]

### NOA

Při určování operativních aktiv se vychází především z rozvahy. V ekonomických aktivech by mely být zachyceny všechny položky, které slouží k operativní činnosti podniku a jsou zdrojem tvorby operativních výnosů. Z aktiv je proto nutné vyčlenit neoperativní aktiva, která se nepodílejí na hlavní činnosti podniku. Položky, které se podílejí na hlavní činnosti, ale doposud nebyly účetně vykázány, je třeba aktivovat. Účetní aktiva je dále třeba vyjádřit v ocenění, která odpovídají jejich skutečné hodnotě. Aktiva je vhodné snížit o zdroje financování, u nichž nelze určit náklady kapitálu a neúročný cizí kapitál. Současně s úpravou aktiv je třeba upravit pasiva, protože každá změna aktiv vyvolá odpovídající změnu na straně pasiv. Úprav, které převádějí účetní vstupy na ekonomickou bázi je velké množství, a je

třeba zvážit, které budou mít velký, a které naopak malý dopad na změnu výsledné hodnoty ukazatele EVA. Následující tabulka uvádí přehled úprav s podstatným vlivem na ukazatel EVA (Tab. 2).

DOPADY DO AKTIV	
+	Goodwill
+	aktivované náklady s dlouhodobými účinky (dlouhodobý nehmotný majetek)
+	zvýšení hodnoty majetku z přecenění
+	leasing (hodnota pronajatého majetku)
- / +	kumulované mimořádné zisky / ztráty
-	neoperativní aktiva (nedokončené investice, nepotřebný majetek atd.)
+	tiché rezervy
-	neúročené krátkodobé závazky (včetně časového rozlišení pasivního)
DOPADY DO PASIV	
Vlastní kapitál	
+	Goodwill
+	aktivované náklady s dlouhodobými účinky
+	zvýšení hodnoty majetku z přecenění
- / +	kumulované mimořádné zisky / ztráty
-	neoperativní aktiva (vlastní akcie, nedokončené investice atd.)
+	tiché rezervy
- / +	kumulovaná úprava hospodářského výsledku o náklady spojené s leasingem
Cizí kapitál	
+	závazky z leasingu
-	neúročené krátkodobé závazky (včetně časového rozlišení pasivního)

Tab. 2. Dopady úprav do rozvahy pro výpočet ukazatele EVA [9]

### NOPAT

Výsledkem úprav účetního výkazu zisků a ztrát při výpočtu ukazatele EVA by měl být zisk z hlavní činnosti po zdanění. Charakterizuje skutečnou výkonnost z hlavní činnosti podniku. NOPAT je výnosem z investovaného kapitálu, proto je nutné při výpočtu operativního zisku zahrnout pouze ty náklady a výnosy, které byly vyprodukovány čistými operativními náklady NOA. Pro úpravu na NOPAT lze použít výsledek hospodaření z běžné činnosti. Jelikož NOPAT je zisk z hlavní činnosti po zdanění, je třeba zjistit také daň, která by byla placena z operativního zisku. Dopady úprav výkazu zisku a ztrát vedoucí k výpočtu NOPAT zobrazuje následující tabulka (Tab. 3).

VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST (PŘED DANÍ)	
+	nákladové úroky
-	výnosy z neoperativního majetku (např. finanční výnosy)
+	náklady na neoperativní majetek
+	odpisy goodwillu
+	náklady s investičním charakterem (s dlouhodobými účinky)
-	odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
+	leasingová platba (původní náklad na leasing)
-	odpisy majetku pronajatého na leasing
-	neobvyklé zisky
+	neobvyklé ztráty
- / +	eliminace rozpouštění a tvorby nákladových rezerv
-	upravená daň na úrovni NOPAT
NOPAT	

Tab. 3. Úpravy vedoucí k výpočtu NOPAT [9]

### WACC

Náklady kapitálu jsou komponentou, jejíž hodnotu musí přesahovat rentabilita investovaného kapitálu, aby podnik vytvářel hodnotu. Náklady kapitálu slouží také jako základ stanovení diskontní míry při propočtu efektivnosti investičních projektů nebo jako mezní míra pro přijímání nových projektů. Vážené průměrné náklady na kapitál udávají náklady kapitálu odpovídající příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku, a tomu odpovídajícímu riziku. Nejde tedy o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti. Vážené průměrné náklady na kapitál můžeme vypočítat podle následujícího vzorce: [13]

$$WACC = r_d \cdot (1 - t) \cdot D / C + r_e \cdot E / C, \text{ kde}$$

$r_d$  ... náklady na cizí kapitál, tj. průměrná úroková míra cizího kapitálu

$t$  ... sazba daně z příjmu

$D$  ... cizí kapitál

$C$  ... celkový kapitál

$r_e$  ... náklady vlastního kapitálu, tj. akcionáři požadovaná výnosnost

$E$  ... vlastní kapitál

Výše plateb za použití cizího kapitálu je většinou dohodnutá smluvně, nákladem z úvěru je úrok, nákladem emise dluhopisů jsou úroky z dluhopisů a náklady na jejich vydání. Náklady na cizí kapitál se pak vypočítají jako vážený průměr z úrokových plateb, které podnik

platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Určení nákladů vlastního kapitálu je však obtížnější. Vhodným postupem pro zjištění nákladů na vlastní kapitál je model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model), který počítá náklady vlastního kapitálu podle následujícího vzorce:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

$r_f$  ... očekávaná výnosnost bezrizikových aktiv

$r_m$  ... očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$\beta$  ... koeficient beta – relativní rizikovost podniku vůči rizikovosti kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$  ... riziková prémie kapitálového trhu

Pro zjištění bezrizikové úrokové míry lze použít výnosnost státních dluhopisů s takovou dobou splatnosti, která odpovídá životnosti podnikových aktiv (10 let). Dlouhodobá výnosnost akcií na kapitálovém trhu v praxi většinou vychází z aritmetického průměru. Systematické tržní riziko  $\beta$  tvoří vlivy, kterým podléhají všechny cenné papíry včetně státních dluhopisů. Jedná se například o vývoj HDP, úrokových měr nebo inflace. Koeficient  $\beta$  vyjadřuje míru citlivosti očekávané výnosnosti podniku v závislosti na očekávané výnosnosti kapitálového trhu jako celku. Může nabývat hodnot:

$\beta = 1$  ... výnosnost akcií se mění stejně s kapitálovým trhem, rizikovost je také stejná

$\beta > 1$  ... akcie reagují citlivěji na změny trhu, jejich riziko je větší než riziko trhu

$\beta < 1$  ... akcie reagují méně citlivě na změny trhu, jejich riziko je menší než riziko trhu

### Využití EVA

Koncepce EVA v sobě obsahuje to, že cílem podnikání se stává vytváření ekonomické přidané hodnoty. To znamená, že ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky. Manažeři tak mají možnost zbohatnout jen v případě, že zbohatnou i vlastníci. Tvorba hodnoty přináší nová pracovní místa, rozšiřuje produkci, dává příjem ve formě daní atd. Pokud si tedy povedou dobře vlastníci, bude se dobře vést i zaměstnancům, dodavatelům, obci a relevantnímu okolí podniku. Podniky, které vytvářejí kladnou hodnotu EVA, mají větší šanci, že ji budou dosahovat i v budoucnosti. Vytvořená hodnota přitahuje další kapitál, který pak umožňuje inovaci, vývoj nových produktů, pronikání na nové trhy a celkovou expanzi podniku.

Naopak podniky, které vykazují zápornou hodnotu EVA, budou nové zdroje získávat obtížněji a nákladněji, což povede k poklesu činnosti podniku. EVA může vést management podniku k tomu, aby se chovali jako vlastníci tím, že váže jejich odměny přímo na změny hodnoty EVA. EVA nachází široké použití v praxi, je využívána při investičním rozhodování, oceňování investičních projektů, měření výkonu, řízení a motivování pracovníků.

## 2.6 Shrnutí

Fundamentální analýza se zaměřuje na střední až dlouhé období. Sestavení fundamentální analýzy je poměrně náročným úkolem jak ve fázi sběru dat, tak ve fázi samotného zpracování. Na základě dobře sestavené globální, odvětvové a podnikové analýzy lze určit výkonnost podniku a jeho hodnotu, a to nám může posloužit při rozhodování o investici. Důležité je především dobré zpracování dílčích analýz, které závisí z velké části na kvalitě vstupních dat a na profesionalitě zpracovatele analýz, protože mnohé údaje vyžadují odborný subjektivní odhad a posouzení.

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**



### 3 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

Praktická část práce aplikuje vybrané postupy fundamentální analýzy na skutečných datech společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s.

#### 3.1 Základní údaje o společnosti

Obchodní jméno: Telefónica O2 Czech Republic, a.s.

Sídlo: Olšanská 55/5, Praha 3, 130 34

Identifikační číslo: 60193336

Právní forma: akciová společnost

Základní kapitál: 32 208 990 000 Kč

#### 3.2 Představení společnosti

##### 3.2.1 Telefónica O2 Czech Republic

Telefónica O2 je prvním integrovaným operátorem v České republice, který jako jediný poskytuje komplexní nabídku hlasových, datových a internetových služeb v oblasti pevných linek a v mobilním segmentu. Telefónica O2 vznikla 1. července 2006 spojením nejvýznamnějšího provozovatele pevných linek ČESKÉHO TELECOMU, a.s., nejsilnějšího mobilního operátora Eurotel Praha, spol. s r.o. a dalších dceřiných společností do jedné telekomunikační společnosti. Přehled dceřiných společností uvádí tabulka níže (Tab. 4).

NÁZEV	PODÍL	ZEMĚ
OMNICOM Praha, spol. s r.o.	100%	Česká republika
CenTrade, a.s.	100%	Česká republika
CZECH TELECOM Slovakia s.r.o.	100%	Slovensko
CZECH TELECOM Austria GmbH	100%	Rakousko
CZECH TELECOM Germany GmbH	100%	Německo
SPT TELECOM (Czech Republic) Finance B.V.	100%	Nizozemí

Tab. 4. Původní dceřiné společnosti skupiny ČESKÝ TELECOM, a.s. [23]

Hlavní činnost podniku se člení do dvou segmentů telekomunikačních služeb:

- fixní, poskytované částí ČESKÝ TELECOM,
- mobilní, poskytované částí Eurotel.

Činnosti dceřiných společnosti s výjimkou SPT TELECOM (Czech Republic) Finance B.V. jsou také telekomunikačního charakteru, se zaměřením na datové přenosy, avšak z pohledu výnosů je jejich význam zanedbatelný. Předmětem činnosti SPT TELECOM (Czech Republic) Finance B.V. je financování ostatních členů skupiny.

Společnost Telefónica O2 dnes provozuje téměř 8 miliónů mobilních a pevných linek, což z ní činí jednoho z vedoucích poskytovatelů plně konvergentních služeb na světě. Akcie společnosti jsou obchodovány na Burze cenných papírů Praha a na London Stock Exchange ve formě globálních depozitních certifikátů. Majoritním vlastníkem společnosti je z necelých 70 % španělská společnost Telefónica, S.A., zbývající minoritní podíl leží v rukou soukromých a institucionálních investorů. Telefónica O2 Czech Republic je držitelem několika ocenění kvality, například ISO 9000:2001, ISO 14001:2004, OHSAS 18001:1999 nebo Recognised For Excellence.

V rámci mezinárodní skupiny patří Telefónica O2 Czech Republic ke skupině Telefónica O2 Europe.

### **3.2.2 Telefónica O2 Europe**

Společnost Telefónica O2 Europe zahrnuje kromě sítí mobilních operátorů ve Velké Británii a Irsku i fixní a mobilní sítě v Německu a České republice. Všichni tito operátoři se vůči svým rezidenčním zákazníkům prezentují pod značkou O2. Společnost nedávno získala licenci na provozování mobilní sítě na Slovensku, kde plánuje spuštění služeb na rok 2007. Telefónica O2 Europe je vlastníkem 50 % podílu ve společných podnicích Tesco Mobile ve Velké Británii a Tchibo Mobilfunk v Německu. Zároveň je 100 % vlastníkem společnosti Be, vedoucího poskytovatele fixních širokopásmových služeb ve Velké Británii. Do skupiny navíc patří i operátor fixních a mobilních služeb na ostrově Man – společnost Manx Telecom a společnost O2 Airwave, která dodává zabezpečenou digitální komunikaci složkám záchranného systému a dalším veřejným organizacím. Telefónica O2 Europe má 37 milionů zákazníků fixních a mobilních služeb.

Telefónica O2 Europe sídlí ve Slough ve Velké Británii a je součástí skupiny Telefónica.

### 3.2.3 Telefónica

Společnost Telefónica je z hlediska tržní kapitalizace jednou z největších telekomunikačních společností na světě. Své obchodní aktivity zaměřuje především na služby pevné a mobilní telefonie, přičemž za klíčový nástroj k rozvoji obojího považuje širokopásmové připojení. Společnost ve významném rozsahu působí ve 23 zemích světa a počet jejích zákazníků dosahuje 196 milionů. Veškeré akcie společnosti Telefónica jsou kotované na burze a dělí se o ně více než 1,5 miliónu přímých akcionářů. Základní kapitál je v současnosti rozdělen mezi 4 921 130 397 kmenových akcií obchodovaných na španělské burze (Madrid, Barcelona, Bilbao a Valencie) i na burzách v Londýně, Paříži, Frankfurtu, Tokiu, New Yorku, Limě, Buenos Aires a São Paulu.

### 3.2.4 Integrace

Integrační proces byl zahájen 1. března 2006, kdy představenstvo a dozorčí rada ČESKÉHO TELECOMU schválily záměr integrovat Eurotel a ČESKÝ TELECOM do jedné telekomunikační společnosti a přijmout nové jméno, což bylo následně, 27. dubna 2006, valnou hromadou odsouhlaseno.

Rozhodnutí o integraci předcházely důkladné analýzy a průzkum českého telekomunikačního trhu, jeho specifik, preferencí zákazníků a porovnání místního trhu se zahraničním. Jedním z výsledků analýz je skutečnost, že zákazníci v České republice mají zájem o integrovanou nabídku služeb, integrovanou zákaznickou péči a preferují jedno prodejní místo. Časový plán integračního procesu je rozdělen do tří let, přičemž přípravná fáze započala v průběhu prvního pololetí roku 2006. Nově vzniklá společnost má zákazníkům přinést to nejlepší z obou integrovaných společností.

### Synergie

Důležitým bodem při rozhodování o integraci byl odhad synergiických efektů, které přinese spojení obou společností. Odhadované úspory z těchto synergií by měly dosáhnout výše 375 – 450 mil. EUR. Z celkové výše by zhruba 65 % synergií mělo plynout z výnosů, kde hlavními oblastmi úspor je křížový prodej, tedy sjednocení prodeje celé nabídky služeb a produktů přes integrovaný prodejní kanál, zavedení integrovaných procesů pro snížení míry odchodu zákazníků a zlepšení jejich udržení na trhu. Další oblastí synergií ve výnosech je postupný vývoj a představení nových konvergentních produktů a služeb pro všechny zá-

kaznické segmenty. Pokud jde o synergie na straně nákladů, hlavními oblastmi jsou prodej a marketing, kde má dojít k optimalizaci prodejních kanálů, a oblast sítí, kde se očekávají úspory z integrace jejich výstavby, provozu a údržby. V oblasti informačních technologií mají vzniknout úspory z používání integrované infrastruktury a jednotných platforem IT služeb. K synergiím má dojít i odstraněním duplicit v podpůrných funkcích, jakými jsou nákup, logistika, bezpečnost, správa majetku, finance, lidské zdroje nebo controlling.

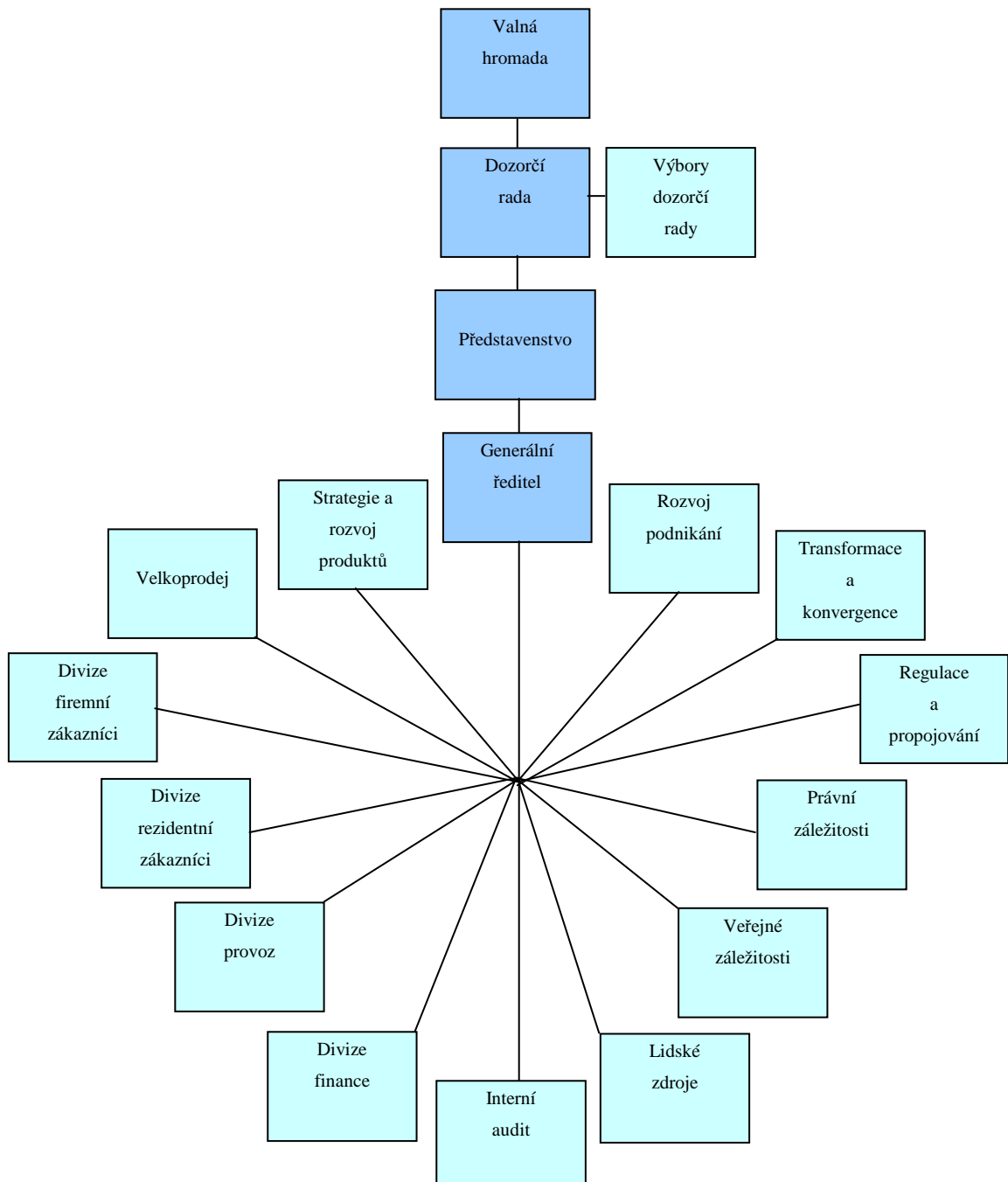
### 3.2.5 Lidské zdroje

Průměrný počet zaměstnanců se meziročně výrazně snižuje. V roce 2002 byl počet zaměstnanců 15 640, zatímco v roce 2005 již 10 059. Snižování zaměstnanecké základny se plánuje i v dalších letech. Jedním z důvodů je integrace a z ní plynoucí synergické efekty. Vývoj počtu zaměstnanců za předchozí období zobrazuje níže uvedená tabulka (Tab. 5).

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Počet zaměstnanců	19669	17037	15640	14120	12215	10059
Meziroční změna v %		-13%	-8%	-10%	-13%	-18%

Tab. 5. Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2002 – 2005 [23]

Současně se sloučením společností ČESKÝ TELECOM a Eurotel došlo k vytvoření nové výkonné makrostruktury. Vedení integrované společnosti bylo obsazeno manažery z obou původních společností. V přímé návaznosti na úpravy v řízení společnosti došlo ke zjednodušení liniového řízení jednotek. Níže uvedené schéma zobrazuje dnešní výkonnou makrostrukturu společnosti Telefónica O2 Czech Republic (Obr. 1).



Obr. 1. Výkonná makrostruktura podniku [24]

### 3.2.6 Oborové zaměření

Telefónica O2 Czech Republic nabízí nejucelenější nabídku hlasových a datových služeb v České republice. Mimořádnou pozornost věnuje využití růstového potenciálu především v datové a internetové oblasti. Společnost provozuje nejrozsáhlejší pevnou a mobilní síť včetně unikátních sítí 3. generace – datovou síť CDMA a síť UMTS, která umožňuje pře-

nos dat, hlasu, obrazu a videa. Telefónica O2 Czech Republic disponuje největší sítí WiFi hotspotů v zemi. Nabízí také možnost využívání síťové infrastruktury pro provozovatele a poskytovatele veřejných i neveřejných sítí a služeb.

Ve fixním segmentu se jedná především o poskytování pevných telefonních linek, širokopásmového připojení k internetu a s tím souvisejících doplňkových služeb, komplexního řešení datových služeb a sítí. V mobilním segmentu patří mezi nejvýznamnější služby hlasové paušální a předplacené tarify, datové tarify, speciální služby s přidanou hodnotou a prodej koncových mobilních zařízení.

S podstatou služeb úzce souvisí charakter výnosů z provozní činnosti, které podnik člení do těchto několika hlavních skupin:

- hovorné,
- stálé poplatky za přístup do sítě,
- poplatky za zřizování,
- internet, datové služby a služby s přidanou hodnotou,
- výnosy z propojení (od zahraničních a od domácích operátorů),
- pronajaté okruhy,
- prodej zařízení a materiálu.

V příloze č. XI můžeme vidět, že z výnosů jsou pro společnost z hlediska jejich výše nejdůležitější hovorné, pak následují stálé poplatky a dále stojí s odstupem výnosy z propojení a výnosy z ostatních služeb, především internetu a datových služeb.

## 4 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Fundamentální analýza pohlíží na společnost Telefónica O2 Czech Republic nejprve z pohledu makroekonomického, dále odvětvového a nakonec se zabývá podnikovou analýzou, která sestává z části strategické a finanční.

### 4.1 Globální analýza

Z pohledu globální analýzy jsou pro vývoj společností významné především základní makroekonomické veličiny, které zobrazuje následující tabulka (Tab. 6).

Rok		2002	2003	2004	2005	2006
Hrubý domácí produkt	růst v % stálé ceny	1,5	3,2	4,7	6,0	6,1
Průměrná míra inflace	v %	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5
Míra nezaměstnanosti	průměr v %	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1
Směnný kurz CZK/EUR	% p.a.	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	4,9	4,1	4,8	3,6	3,8
Ropa Brent	USD / barel	25,0	28,8	38,3	54,4	65,1

Tab. 6. Hlavní makroekonomické indikátory [20]

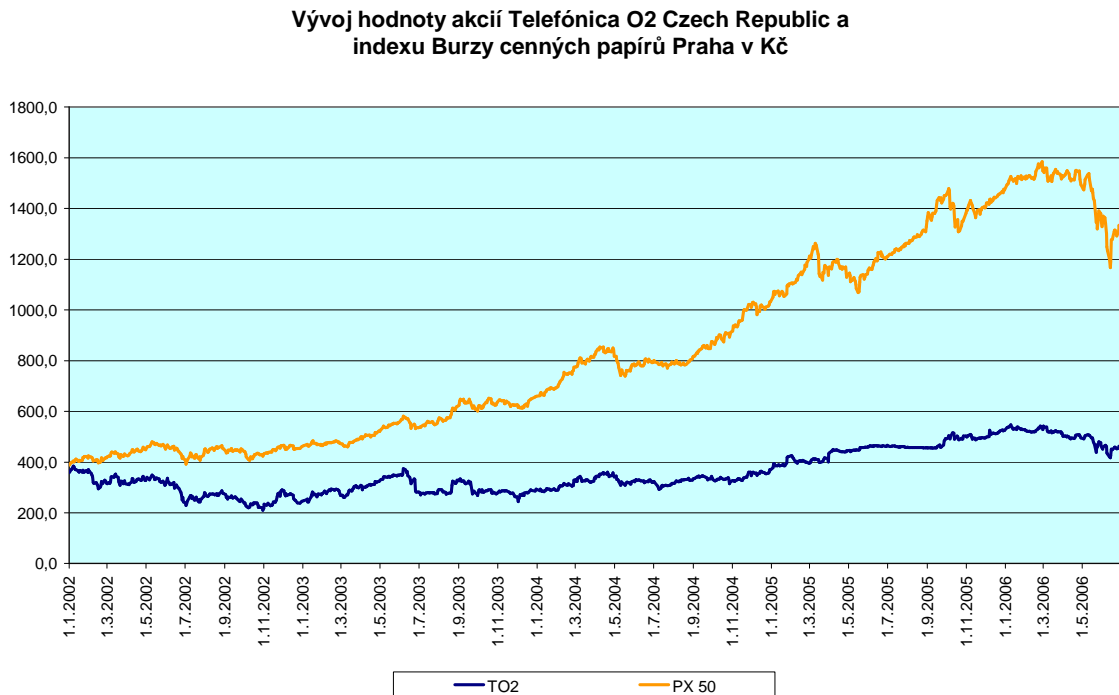
Telekomunikační obor je cyklickým odvětvím, a jeho vývoj je proto do značné míry závislý na vývoji národní ekonomiky. Za nejvýznamnější makroekonomický faktor lze považovat hrubý domácí produkt. Směr jeho vývoje je stoupající, a to znamená, že jsou pro vývoj hodnoty podniku vytvořeny pozitivní podmínky. Vliv úrokových sazeb na hodnotu akcií je obecně inverzní. Vývoj dlouhodobé úrokové sazby je ve sledovaných letech stagnující až mírně klesající, což může také podporovat zvýšení cen akcií.

Kromě makroekonomických veličin uvedených v tabulce má na spotřebu telekomunikačních služeb významný vliv daňové zatížení. Zvýšení daně z přidané hodnoty v roce 2004, které se vztahovalo i na telefonní, internetové a datové služby, se dotknulo koncových uživatelů, kteří nejsou plátcí DPH. Daň se zvýšila z původních 5 % na 19 %.

V neposlední řadě jsou z globálního pohledu důležitým faktorem významné události se značným vlivem na světovou nebo národní ekonomiku, jejich důsledky se přenášejí na odvětví a dále přímo na konkrétní podnik.

### 4.1.1 Akciové trhy

Vývoj hodnoty akcií kotovaných na kapitálových trzích je do značné míry spjat s vývojem globálních kapitálových trhů a místního kapitálového trhu. V níže uvedeném grafu můžeme pozorovat vývoje trendů místního trhu Burzy cenných papírů Praha a samotného podniku (*Obr. 2*).



*Obr. 2. Vývoj hodnoty akcií společnosti a indexu Burzy cenných papírů Praha PX 50 od roku 2002 do poloviny roku 2006 [22]*

Z grafu je patrná provázanost indexu PX 50 a akcie Telefónica O2 Czech Republic. Trendy jsou jednoznačně srovnatelné a odchyľují se pouze v rozsahu změn svých hodnot a v menších odchyľkách, způsobených konkrétními událostmi vnějšího či vnitřního charakteru.

### 4.1.2 Přehled událostí

Důležitou vlastností konkrétních událostí, které dokážou ovlivnit vývoj kapitálového trhu a samotných akcií, je jejich nečekávanost. Ty, které jsou očekávány, jsou většinou do hodnoty aktiva již předem započítány a nezpůsobí znatelné odchyľky od trendu ceny akcie. Výrazné změny hodnot akcií pak bezprostředně souvisí s obchodovanými objemy akcií.



Níže uvedený přehled zachycuje události jak vnějšího, tak vnitřního charakteru, které ve sledovaném období mohly mít významný vliv na vývoj ceny akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic, resp. společnosti ČESKÝ TELECOM.

## 2002

V roce 2002 měla na vývoj akcií společnosti vliv především plánovaná privatizace majetkové účasti státu v akciové společnosti ČESKÝ TELECOM. Vývoj trendu byl v tomto roce klesající, a to může být z globálního pohledu způsobeno původně očekávaným rozhodnutím ve prospěch privatizace ČESKÉHO TELECOMU, které bylo v průběhu roku několikrát oddáleno a nakonec v prosinci 2002 zrušeno. Návrh dalšího postupu v otázce privatizace ČESKÉHO TELECOMU byl odložen do následujícího roku.

Na negativním vývoji akcie zanechaly svůj podíl také srpnové povodně, které zasáhly obyvatele v devíti krajích a poškodily i telekomunikační infrastrukturu. Zasáhly přibližně 120 tisíc telefonních stanic a 24 telefonních ústředen. Opětovné uvedení do provozu stálo značné investice a trvalo do listopadu stejného roku.

Negativní vývoj akcie zmírňoval pozitivní vývoj hospodářství a dlouhodobá úroková sazba, kterou Česká národní banka v průběhu roku snížila o 150 bps.

## 2003

Vývoj trendu hodnoty akcie společnosti byl v první polovině roku rostoucí, zatímco v druhé polovině převážně klesající. Na vývoj akcie mělo vliv několik faktorů. Od počátku roku pozitivně působilo plánované spuštění dlouho očekávaného širokopásmového přístupu k internetu na technologii ADSL, které bylo dokončeno v březnu.

V dubnu rozšířil ČESKÝ TELECOM svoji obchodní působnost do třech sousedních zemí (Slovensko, Rakousko, Německo), ve kterých založil nové společnosti.

V červnu došlo k několika událostem, které se podílely na růstu akcie. V dubnu se na veřejnost dostala informace o plánované akvizici zbývajících 49 % společnosti Eurotel. Valnou hromadou byla následně schválena v červnu, kupní cena byla stanovena na 1,05 mld. USD. V červnu byla dále schválena výplata dividend ve výši 18,5 mld. Kč, tj. 57,50 Kč na akcii a byl také zvolen nový generální ředitel společnosti Gabriel Berdár.

V druhé polovině roku došlo ke dvěma významným událostem, které se mohly na vývoji akcie projevit negativně. ČESKÝ TELECOM zveřejnil nabídku zpřístupnění účastnického

vedení. Jedná se o službu, která umožňuje využívat přístupovou síť společnosti ostatním operátorům. Povinnost zveřejnění nabídky byla ČESKÉMU TELECOMU uložena z rozhodnutí ČTÚ. V září se pak objevily informace o záměru společnosti TelSource N.V. prodat svůj podíl v ČESKÉM TELECOMU. TelSource N.V. prodal své akcie ve výši 26,99 % hlasovacích práv v prosinci.

## 2004

Trend akcie společnosti byl v roce 2004 celkově mírně stoupající. Aktivní činnost podniku přinesla v průběhu roku výrazný růst uživatelů širokopásmového internetu a spuštění několika inovativních služeb společností Eurotel.

V květnu získal ČESKÝ TELECOM od ČTÚ a Rady pro rozhlasové a televizní vysílání povolení k pilotnímu provozu digitálního televizního vysílání. V červnu ČTÚ rozšířil telekomunikační licenci ke zřizování a provozování veřejné telekomunikační sítě o šíření digitálního televizního a rozhlasového vysílání prostřednictvím zemských vysílačů, čímž byl splněn předpoklad pro zahájení komerčního provozu digitálního televizního vysílání, které bylo v testovací verzi spuštěno v září v Brně.

V červnu schválila valná hromada návrh představenstva na výplatu dividend z nerozděleného zisku minulých let v celkové výši 5,5 ml. Kč, tj. 17 Kč na akcii.

V červnu ČESKÝ TELECOM rozhodl o rozdělení části nerozděleného zisku Eurotelu ve výši 4 mld. Kč s výplatou do konce 2004.

V prosinci pak Vláda České republiky rozhodla o prodeji 51,1 % podílu Fondu národního majetku c ČESKÉM TELECOMU. Prodej se má uskutečnit tzv. duální metodou, která znamená přímý prodej strategickému investorovi nebo prodej akcií na kapitálových trzích.

## 2005

Konečné rozhodnutí o privatizaci podílu Fondu národního majetku a sled souvisejících událostí měly velmi pozitivní vliv na vývoj akcie společnosti. Trend byl v průběhu roku 2005 stoupající.

V březnu se objevily informace o tom, že zvolená rada vybrala jako vhodného strategického investora španělskou společnost Telefónica a ta bude doporučena vládě. V dubnu Vláda České republiky odsouhlasila Telefónicu jako vítěze tendru a následně s ní podepsala smluvní dokumenty. Kupní cena za akcie Fondu národního majetku byla stanovena na 82,6

mld. Kč. V červnu pak bylo převzetí ČESKÉHO TELECOMU odsouhlaseno Evropskou komisí a Telefónica se tak stala majoritním vlastníkem s podílem 69,4 %.

V důsledku změny vlastnické struktury bylo rozhodnuto o tom, že neproběhne výplata dividend. Kromě ostatních událostí společnost pokračovala ve své aktivní činnosti, která přinesla růst tržního podílu a další nové produkty.

### **1H 2006**

Od začátku roku 2006 až do jeho poloviny byl trend akcie společnosti mírně klesající. Na jejím vývoji se mohla odrazit nejistota budoucí strategie nového vlastníka.

V březnu byl představenstvem schválen záměr integrovat Eurotel a ČESKÝ TELECOM do jedné telekomunikační společnosti Telefónica O2 Czech Republic. V dubnu pak valná hromada vyjádřila souhlas s převodem jmění společnosti Eurotel na společnost ČESKÝ TELECOM.

Dále pokračoval růst počtu zákazníků širokopásmového internetu. Eurotel spustil do provozu technologii HSDPA, která umožňuje stahování dat v mobilní síti třetí generace UMTS.

V červnu oznámil Eurotel plošné snížení roamingových cen. V červnu také zahájil ČESKÝ TELECOM ověřovací provoz televize přes pevné telefonní linky (IPTV). Komerčně začne společnost televizi prostřednictvím pevné telefonní linky nabízet ve třetím čtvrtletí roku 2006.

### **Hospodářské výsledky**

Kromě významných událostí má na vývoj ceny akcie vliv také pravidelné zveřejňování čtvrtletních, pololetních a celkových finančních výsledků. Jejich význam závisí od souladu, resp. nesouladu očekávaných a zveřejněných čísel.

## **4.2 Odvětvová analýza**

Český telekomunikační trh má v Evropě výjimečné postavení. Česká republika stojí v čele trendu konvergence mobilních a pevných sítí. Český trh rovněž patří mezi nejpokročilejší v náhradě pevné linky mobilním spojením. Podle výsledku průzkumů je okolo 70 % celkového telefonního provozu generováno mobilním spojením, což je v evropském měřítku výjimečný jev. Dalším specifickým českého telekomunikačního trhu je malý podíl vysoko-

rychlostního připojení k internetu prostřednictvím technologie ADSL na úkor především bezdrátového připojení. Tento stav je způsoben pozdním nástupem technologie ADSL v České republice v porovnání se západoevropskými zeměmi. To souvisí se současným růstem zájmu o služby širokopásmového internetu, datových a dalších služeb s přidanou hodnotou, a to v segmentu pevných linek i mobilním segmentu.

Český telekomunikační trh se vyznačuje vysokou penetrací mobilní telefonie. Penetrace pevných linek již několik let vykazuje stabilní úroveň a ke konci roku 2005 dosáhla zhruba 31 %. Na druhé straně penetrace mobilních SIM karet nadále roste. Ke konci prvního čtvrtletí 2006 byla na úrovni 112 % a očekává se, že bude i nadále růst. Vývoj na telekomunikačním trhu v České republice v prvním pololetí roku 2006 potvrdil trendy z předchozích období, včetně pokračujícího nárůstu poptávky po datových, internetových a dalších službách s přidanou hodnotou na úkor poklesu tradičních hlasových služeb. Vzrůstá penetrace telefonování prostřednictvím internetové konektivity (VoIP) z důvodu především nízké ceny, při volání mezi internetovými uživateli dokonce zdarma.

#### 4.2.1 Konkurence

Obor telekomunikací vyžaduje vysoké vstupní investice do technického vybavení, značnou odbornou kvalifikaci a certifikace potřebné k výkonu jednotlivých činností, které jsou podkladem pro získání licence opravňující k poskytování telekomunikačních služeb. Podmínky vstupu nových společností na trh jsou tedy značně omezené.

Většina fixních operátorů, působících v minulosti na našem trhu, byla v období posledních přibližně pěti let nucena vzhledem ke své ztrátové činnosti, způsobené zejména plošným poklesem cenové úrovně telekomunikačních služeb a často neúměrnými investicemi do infrastruktury, k restrukturalizacím. Na českém telekomunikačním trhu tento stav vyústil k četným akvizicím a fúzím.

Nejvýznamnějším konkurentem v segmentu fixních služeb je nyní společnost GTS Novera. Vznikla z původní společnosti GTS CZECH, která akvizovala několik operátorů (Aliatel, Contactel, Nextra, Telenor Network). GTS Novera se zaměřuje primárně na firemní zákazníky, kde získala značný podíl trhu. Dalším významným konkurentem je společnost České radiokomunikace (obchodní značka Bluetone), která v polovině roku 2006 převzala aktivity operátora Tele2, a stala se tak největším alternativním telekomunikačním operátorem v České republice s počtem zákazníků v řádu statisíců. Proces převzetí aktivit Tele2 podlé-

hal souhlasu Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže. České radiokomunikace se soustřeďují na SOHO zákazníky.

V mobilním segmentu působí dva konkurenční operátoři, T-Mobile a Vodafone. Společnost T-Mobile vznikla převzetím původní společnosti RadioMobil a.s. (obchodní značka Paegas), ke kterému došlo v roce 2003. T-Mobile je hlavním konkurentem společnosti Telefónica O2 Czech Republic, protože má silné postavení i v části firemních zákazníků. Společnost Vodafone vznikla také převzetím původní společnosti působící na českém trhu, a to společnosti Oskar Mobil a.s. Ke změně došlo v únoru 2006, kdy se také změnila obchodní značka z Oskar na Vodafone. Vodafone se zaměřuje na SOHO zákazníky.

Podle mediálních informací má na českém mobilním telekomunikačním trhu začít do konce roku 2007 působit čtvrtý operátor, jehož spuštění plánuje společnost MobilKom, a.s. pod obchodní značkou U:fon. Společnost chce zpočátku nabízet pouze datové služby a spolu s rozvojem sítě následně i hlasové služby.

#### **4.2.2 Okolní trhy**

Na český telekomunikační trh mají vliv především bezprostředně okolní telekomunikační trhy. Jeho vývoj je zahraničními analytiky většinou sledován ve skupině společně s nejsilnějšími operátory sousedního Polska (Polska Telefonia Komórkowa Centertel sp. z o.o.) a Maďarska (Magyar Telekom Nyrt.).

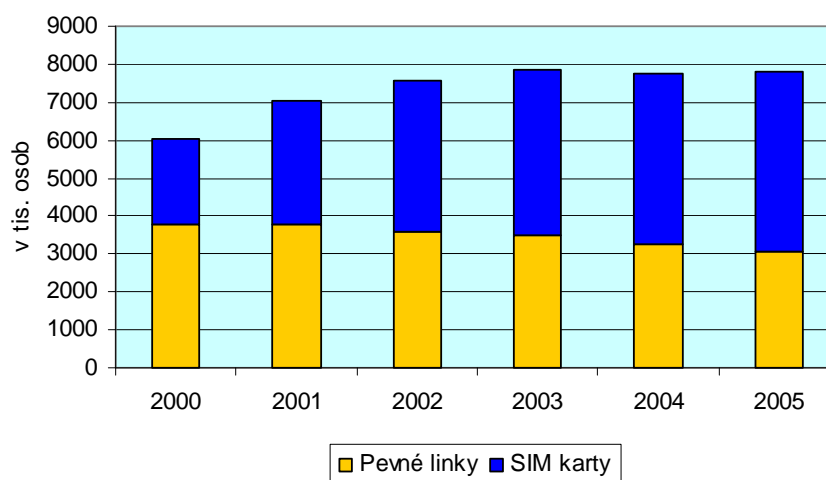
### **4.3 Podniková analýza**

#### **4.3.1 Postavení na trhu**

Penetrace pevných linek stagnuje a ke konci roku 2005 byla na úrovni 31 %. K 30. červnu 2006 dosáhl celkový počet uživatelů pevných linek provozovaných ČESKÝM TELECOMEM 2,8 milionu. Počet přípojek ADSL dosáhl na konci června 2006 výše 386 tisíc, což představuje nárůst za první pololetí roku 2006 o 112 tisíc v porovnání s 62 tisíci v prvním pololetí předcházejícího roku.

Přestože penetrace mobilních zákazníků dosáhla na konci prvního čtvrtletí roku 2006 úroveň 112 %, podařilo se Eurotelu ve vysoce konkurenčním prostředí českého mobilního trhu zvýšit počet svých zákazníků k 30. červnu 2006 meziročně o 350 tisíc, tedy o 7,9 %, na

4,770 milionu. Ještě výraznější byl nárůst tarifních zákazníků, jejichž počet vzrostl meziročně o 458 tisíc, což představuje 36,1% nárůst. Celkový počet tarifních zákazníků dosáhl na konci prvního pololetí roku 2006 výše 1,727 milionu a jejich podíl na celkovém počtu zákazníků dosáhl 36,2 % ve srovnání s 28,7 % na konci června 2005. Navýšení počtu tarifních zákazníků bylo výsledkem aktivní politiky migrace zákazníků předplacených služeb na tarifní služby. Celkový počet uživatelů datového připojení přesáhl k polovině roku 2006 úroveň 150 tisíc. Vývoj počtu pevných a mobilních zákazníků společnosti od roku 2 000 zobrazuje níže uvedený graf (Obr. 3).



Obr. 3. Vývoj počtu zákazníků společnosti v letech 2000 – 2005 [24]

Z tabulky je patrný klesající trend v počtu zákazníků pevných linek, který je však dostatečně kompenzován nárůstem zákazníků v mobilním segmentu a celkový počet zákazníků tak vzrůstá. Telefónica O2 Czech Republic drží stále prvenství v počtu mobilních zákazníků a výrazně vede v části „postpaid“. Obě původní společnosti v rámci Telefónica O2 tak potvrzují vedoucí postavení na českém trhu pevných linek a mobilním trhu.

#### 4.3.2 Ratingové ohodnocení

Rating zobrazuje kvalitu subjektu jako dlužníka a jeho ekonomické schopnosti dodržet vydané vlastní závazky a splatit včas a v úplném množství úroky i jistinu dlužné částky.

Ratingová agentura Standard & Poor's snížila na začátku roku 2006 společnosti ČESKÝ TELECOM i jeho mateřské společnosti Telefónica dlouhodobé ratingové hodnocení na

BBB+, které drží dodnes. Z předchozího stupně A- jej snížila z důvodu plánovaných akvizic ve Velké Británii ve výši 26 miliard EUR.

Telekomunikace jsou cyklickým odvětvím do značné míry závislým na vývoji národní ekonomiky, čemuž i odpovídá srovnatelné ohodnocení České republiky. Česká republika drží od ratingové agentury Standard & Poor's dlouhodobé ratingové hodnocení A-.

### 4.3.3 Regulace

Legislativní rámec regulačního prostředí trhu elektronických komunikací v České republice vytváří zákon č. 127/2005 Sb. o elektronických komunikacích a o změně některých souvisejících zákonů, ve znění pozdějších předpisů. Na základě tohoto zákona mohou být regulační nápravná opatření ukládána pouze subjektům s významnou tržní silou. Subjekty s významnou tržní silou stanovuje a případná nápravná opatření ukládá na základě výsledků tržních analýz Český telekomunikační úřad (ČTÚ).

Mezi nápravná opatření patří zejména cenová regulace a uložení povinnosti umožnění přístupu ke specifickým síťovým prvkům, povinnost nediskriminace a další.

Segment fixních služeb, poskytovaných původní společností ČESKÝ TELECOM, této regulaci dlouhodobě podléhá v oblasti univerzální služby a propojení. Regulace ovlivňuje podnik především v omezené cenotvorbě a prakticky definuje jeho vztah ke konkurenci. Produkty fixního segmentu, které podnik sám vytvoří, je povinen prostřednictvím své divize velkoobchodu zpřístupnit ostatním operátorům působícím na našem trhu. Ceny, za kterou produkty těmto operátorům nabízí, jsou velkoobchodní a na jejich výši dohlíží ČTÚ.

Segment mobilních služeb, poskytovaných původní společností Eurotel, je vzhledem k rozvinutému konkurenčnímu prostředí a existenci více ekvivalentních infrastruktur pro poskytování mobilních služeb na území České republiky z této regulace v oblasti služeb vyňat. Regulace se jej však týká oblastí propojovacích cen do veřejných mobilních sítí. V prvním pololetí roku 2005 vydal ČTÚ cenové rozhodnutí, které s účinností od 1. dubna 2005 snížilo maximální cenu za propojení veřejných telekomunikačních sítí pro službu koncového volání do veřejných mobilních telekomunikačních sítí o 2,5 % na 3,11 Kč. Propojovací poplatky se tak v porovnání s ostatními evropskými zeměmi dostaly na velice nízkou úroveň.

Významný vliv na telekomunikační trh lze očekávat také ze strany Evropské unie. Ta se v současné době nezabývá globální regulací telekomunikací, avšak sleduje její vývoj a již nyní můžeme pozorovat dílčí zásahy, které plánuje. Do konce roku 2007 chce v oblasti roamingu stanovit maximální ceny propojovacích poplatků. Důvodem je jejich současná relativně vysoká úroveň, kterou považuje za netržní.

#### 4.3.4 SWOT analýza

Analýza zobrazuje silné a slabé stránky společnosti jako její vnitřní vlastnosti a prostřednictvím příležitostí a hrozeb její postavení na trhu vůči konkurenci (*Tab. 7*).

S W O T	
SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
Široké portfolio služeb plynoucí z integrace Vysoká technologická úroveň Relativně uzavřený odvětvový trh Vedoucí postavení na trhu Zázemí silné nadnárodní společnosti	Závislost cen fixních služeb na ČTÚ Závislost na vývoji národní ekonomiky Flexibilita plynoucí z rozměru podniku Nestabilizovaný stav po integraci
PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
Nové služby s přidanou hodnotou Konvergentní služby plynoucí z integrace Spolupráce s novou dcerou na Slovensku Využití synergií jako konkurenční výhody Relativní dostupnost zdrojů pro expanzi Oslabená pozice konkurenčních operátorů	Trend snižování cen poskytovaných služeb Příchod čtvrtého mobilního operátora Nečekané zásahy regulátora Negativní vývoj národní ekonomiky

*Tab. 7. SWOT analýza*

#### 4.3.5 Vstupní data finanční analýzy

Základní vstupní data jsou pro finanční analýzu čerpána z konsolidovaných účetních závěrek a pololetních zpráv podniku.

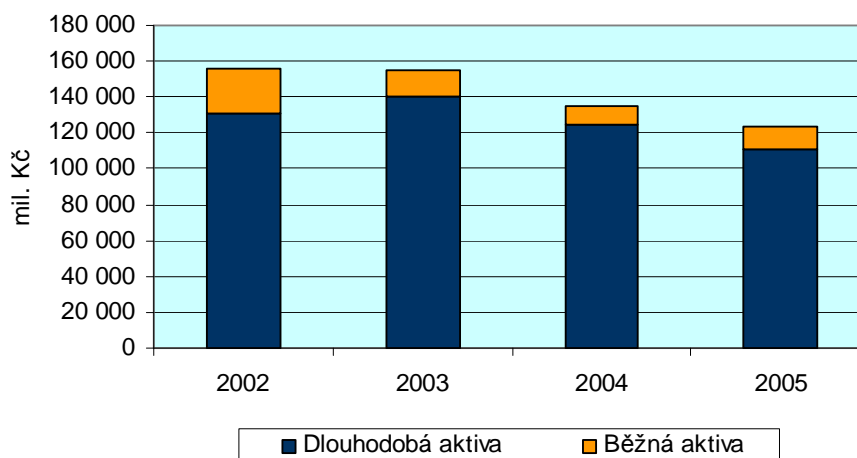
Konsolidované účetní závěrky byly zpracovány podle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS). IFRS obsahuje standardy a interpretace schválené Radou pro mezinárodní účetní standardy (IASB) a Komisí pro výklad mezinárodního účetního výkaznictví (IFRIC). Konsolidované účetní závěrky jsou vypracovány na principu historických pořizovacích cen a částky v ní uvedené jsou vykázané v českých korunách. Dceřiné společnosti, v nichž má podnik přímo či nepřímo podíl s rozhodujícím vlivem nebo má nad nimi jiným



způsobem kontrolu, byly konsolidovány. Společnosti jsou konsolidovány ode dne, kdy nad nimi podnik získal kontrolu, a jsou vyloučeny z konsolidace k datu pozbytí této kontroly.

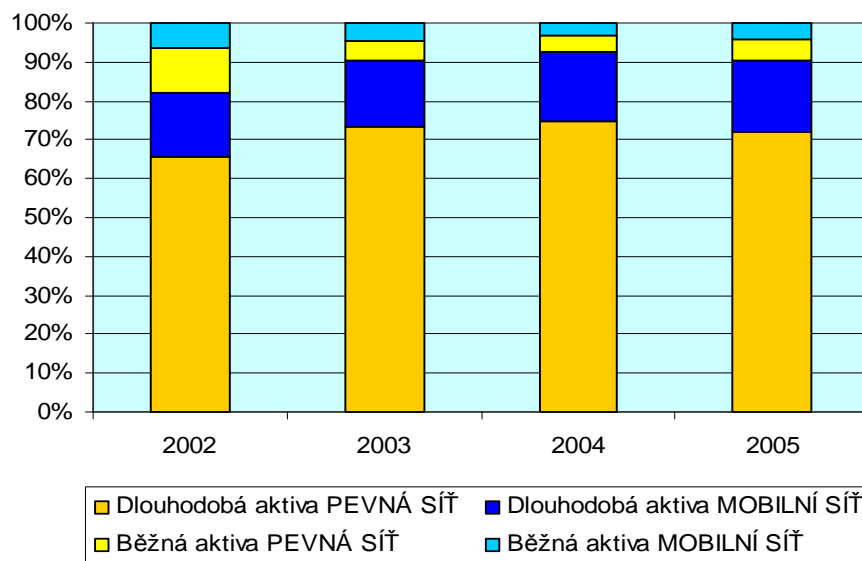
#### 4.3.6 Rozbor rozvahy

Na straně aktiv je z přílohy č. I patrný postupný pokles celkových aktiv. Graf (Obr. 4) ukazuje, že se na snižování aktiv podílejí jak dlouhodobá, tak krátkodobá aktiva. Snižování dlouhodobých aktiv je důsledkem snahy podniku o zbavování se nepotřebného majetku a postupným outsourcováním některých činností, díky němuž se potřeba stálých aktiv snižuje. Pokles krátkodobých aktiv je způsoben snížením stavu zásob o téměř 50 % a výrazným poklesem cash flow.



Obr. 4. Vývoj aktiv společnosti v letech 2002 – 2005 [23]

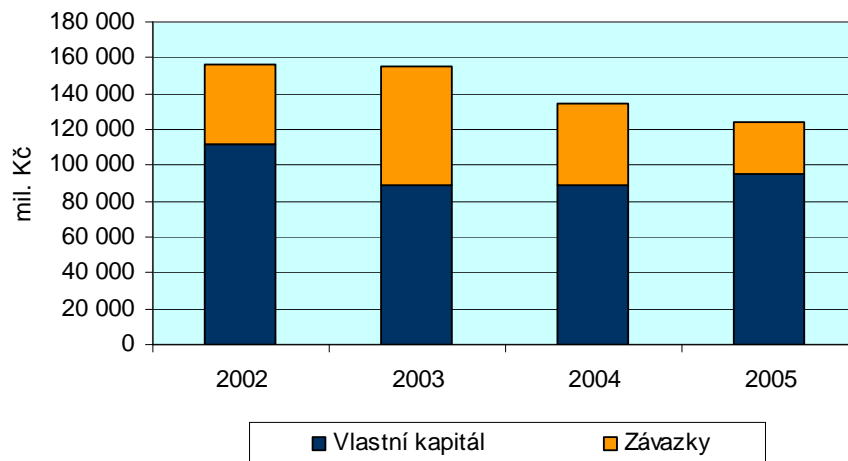
Na níže uvedeném grafu (Obr. 5) můžeme vidět poměr aktiv a jejich vývoj mezi fixní a mobilní částí podniku. Většina dlouhodobých aktiv pochází z fixní části, zatímco podíly krátkodobých aktiv jsou od roku 2003 mezi fixní a mobilní částí vyrovnané. Mobilní část podniku přispívá k lepší likviditě podniku.



Obr. 5. Vývoj poměru aktiv připadajících na fixní a mobilní části společnosti v letech 2002 – 2005 [23]

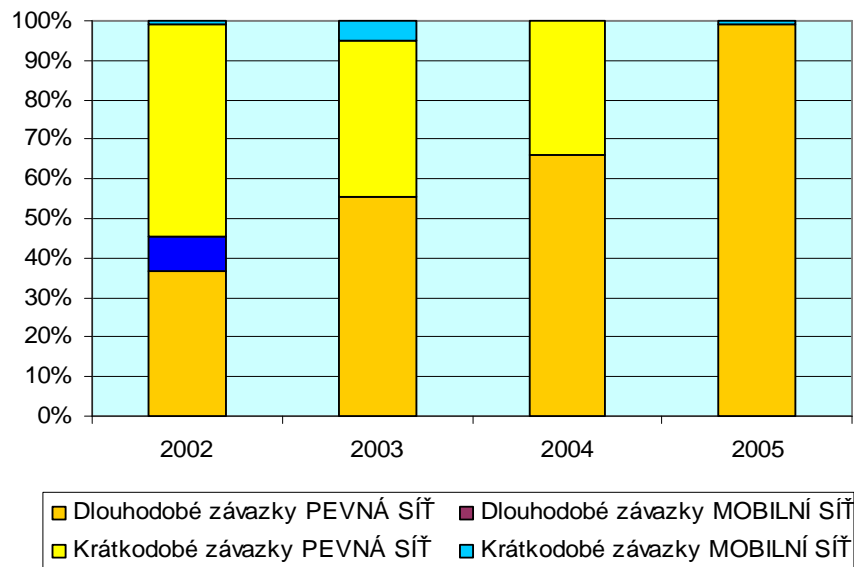
Na straně pasiv je z grafu (Obr. 6) vidět, že od roku 2003, kdy došlo k poklesu vlastního kapitálu, se jeho velikost zvětšuje. Cizí kapitál má opačný vývoj, od roku 2003 se jeho velikost postupně zmenšuje. Výše základního kapitálu zůstává ve sledovaných letech nezměněna. Pokles vlastního kapitálu je způsoben snížením fondů ze zisku především v důsledku výplaty dividend. Snížení cizího kapitálu je důsledkem snížení krátkodobých i dlouhodobých závazků. Snížení krátkodobých závazků souvisí se snížením peněžních zdrojů na straně aktiv a je částečně způsobeno pružnějšími platbami svých závazků vůči obchodním partnerům. Dlouhodobé závazky se snížily zejména v roce 2005 spolu se splacením úvěrů.

Jak je patrné z přílohy č. I, krátkodobá aktiva výrazně převyšují, s výjimkou roku 2003, hodnoty krátkodobých závazků a společnost tak dosahuje kladného čistého pracovního kapitálu, což je jednou ze známek finančního zdraví podniku.



Obr. 6. Vývoj pasiv společnosti v letech 2002 – 2005 [23]

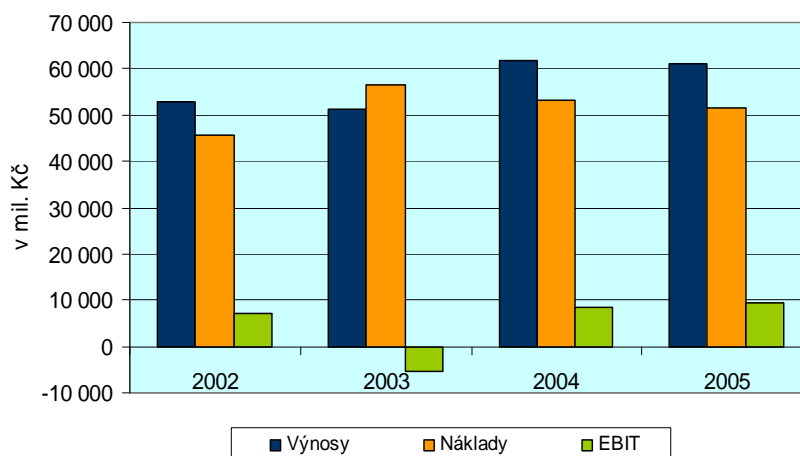
Níže uvedený graf (Obr. 7) zobrazuje poměry dlouhodobých a krátkodobých závazků a jejich vývoj mezi fixní a mobilní částí podniku. Naprostá většina cizích zdrojů pochází z fixní části podniku, z čehož vyplývá, že mobilní část podniku pomáhá snižovat celkovou zadluženost podniku. Také z přílohy č. V vyplývá, že mobilní část podniku nečerpá po roce 2002 žádné dlouhodobé úvěry a hodnota krátkodobých závazků je velmi nízká.



Obr. 7. Vývoj poměru dlouhodobých a krátkodobých závazků připadajících na fixní a mobilní části společnosti v letech 2002 – 2005 [23]

#### 4.3.7 Rozbor výkazu zisku a ztrát

Celkové výnosy společnosti ve sledovaných letech vzrůstaly s neurčitým trendem. Náklady společnosti se výrazně zvýšily v roce 2003, kdy došlo k mimořádnému snížení hodnoty aktiv ve výši 9 934 mil. Kč, jak můžeme vidět v příloze č. VI. Od tohoto roku se celkové náklady společnosti postupně snižují. Hospodářský výsledek před úroky a zdaněním tak s výjimkou roku 2003, kdy jej mimořádné náklady posunuly do ztráty, postupně vzrůstá. Z příloh č. IX a X vyplývá, že na celkové výši EBITu a jeho růstu se podílí především výsledky mobilní části podniku. Níže uvedený graf (*Obr. 8*) zobrazuje poměr výnosů a nákladů a jejich vývoj ve sledovaných letech včetně hospodářského výsledku před úroky a zdaněním.

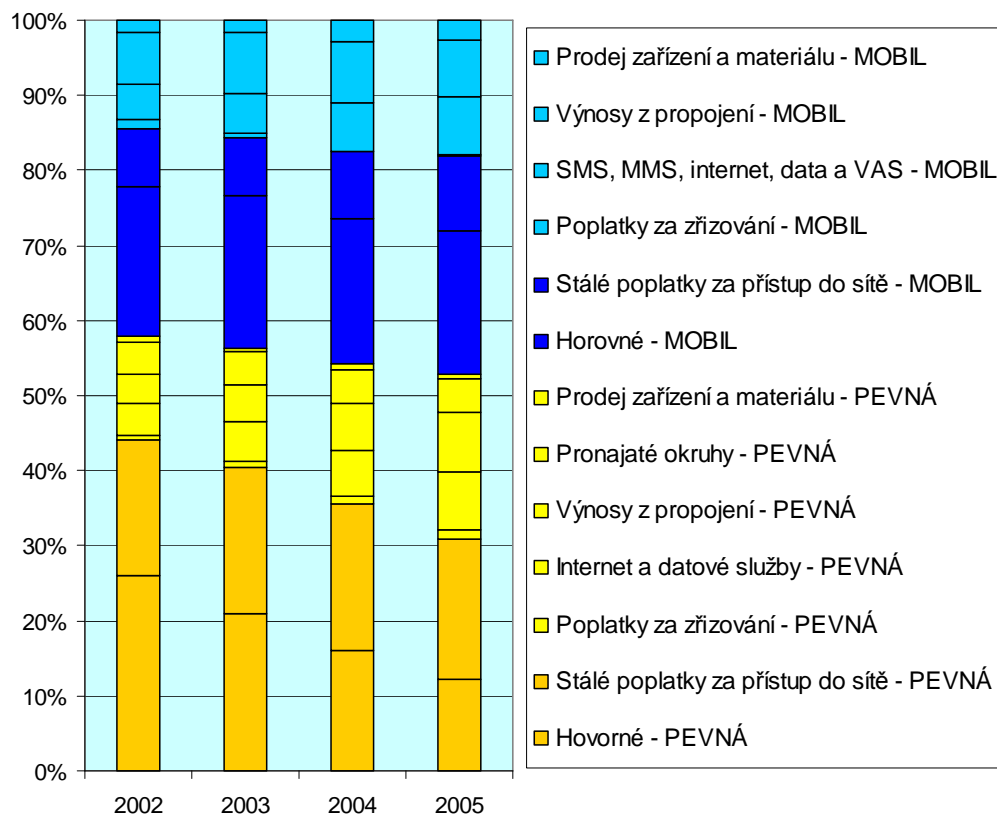


*Obr. 8. Vývoj výnosů, nákladů a zisku před úroky a zdaněním společnosti v letech 2002 – 2005 [23]*

Na grafu (*Obr. 9*) můžeme vidět strukturu výnosů společnosti rozdělenou na položky plynoucí z pevné a mobilní části. V obou segmentech je tvořena většina výnosů hovorným a stálými poplatky za přístup do sítě. Menší část výnosů plyne z internetu, datových služeb a služeb s přidanou hodnotou. Nezanedbatelná část výnosů plyne také z propojovacích poplatků. V pevné části jsou tyto poplatky tvořeny přibližně srovnatelnými díly výnosů z propojení od tuzemských a výnosů z propojení od zahraničních operátorů. V mobilní části přetrvává téměř trojnásobná převaha výnosů z propojení od tuzemských operátorů.

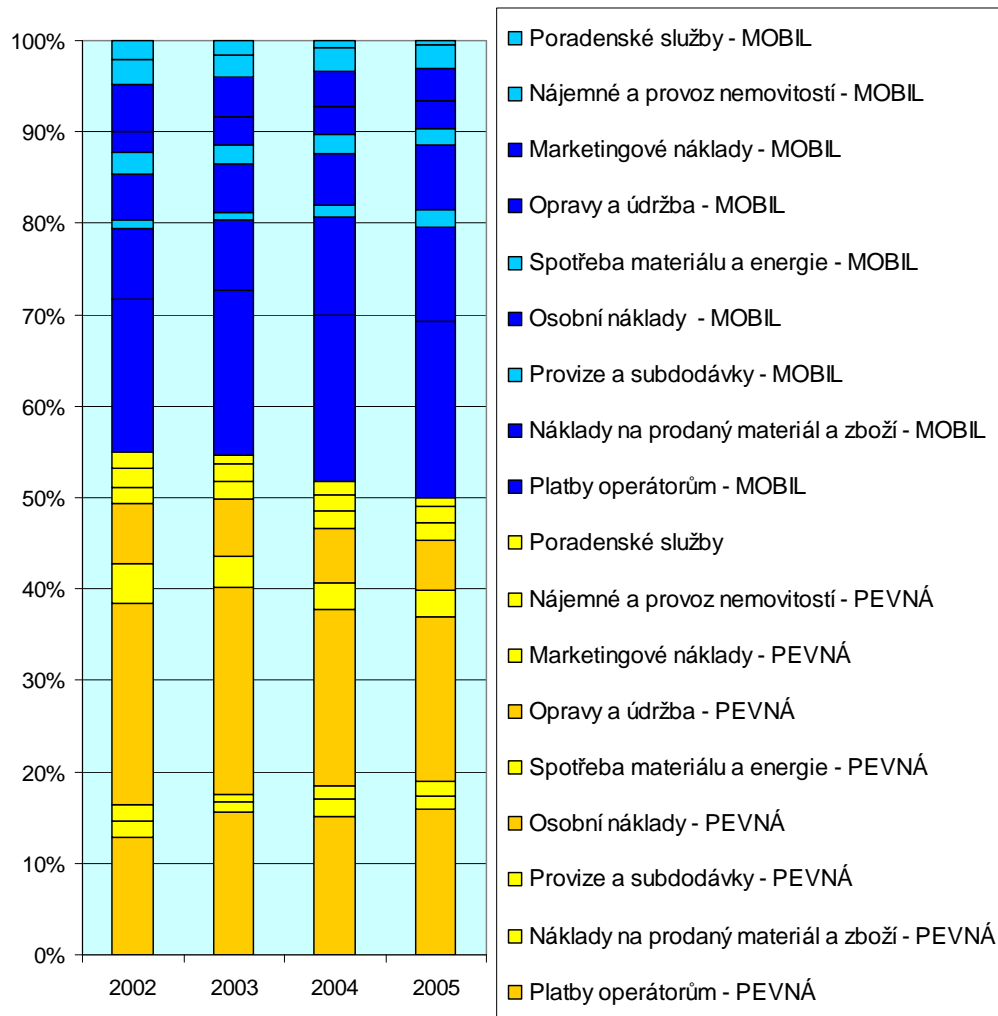
Významný trend ve výnosech lze pozorovat u hovorného, které se výrazně snižuje v pevné části. Podobný trend můžeme v menší míře pozorovat i v mobilní části. Opačné trendy jsou

v obou částech podniku patrné u internetu, datových služeb a služeb s přidanou hodnotou. V mobilní části mají vzrůstající trend i stálé poplatky za přístup do sítě.



Obr. 9. Struktura výnosů společnosti a jejich vývoj v letech 2002 – 2005 [23]

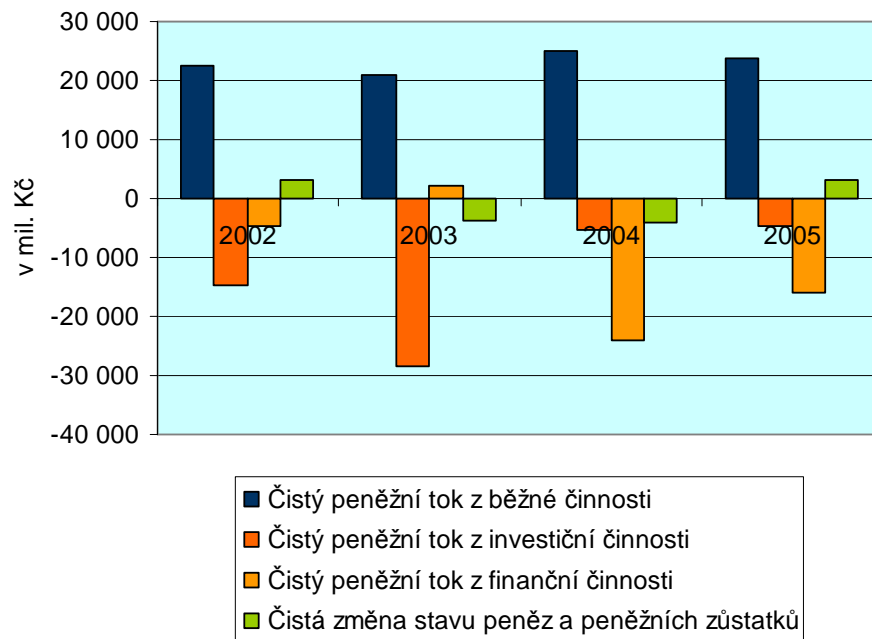
Nejvyšší část celkových nákladů tvoří osobní náklady, které připadají převážně na pevnou část podniku. V této části však dochází k jejich postupnému snižování, které je důsledkem snižování celkového počtu zaměstnanců. Naopak v mobilní části je trend osobních nákladů vzrůstající. Druhým nejvýznamnějším nákladem jsou platby ostatním operátorům. Zde je trend mírně vzrůstající. Další nezanedbatelnou nákladovou položkou jsou v obou částech podniku opravy a údržba. Souvisí s podstatou telekomunikačního oboru, který je náročný na provoz rozsáhlých sítí. Jejich celková výše v průběhu sledovaných let stagnuje. V mobilní části jsou poslední významnější položkou marketingové náklady, jejichž výše je ve srovnání s pevnou částí přibližně dvojnásobná. Graf (Obr. 10) zobrazuje strukturu jednotlivých položek nákladů připadající na pevnou a mobilní část společnosti a jejich vývoj ve sledovaných letech.



Obr. 10. Struktura nákladů společnosti a jejich vývoj v letech 2002 – 2005 [23]

#### 4.3.8 Rozbor výkazu o peněžních tocích

Níže uvedený graf (Obr. 11) ukazuje, že ze sledovaných let společnost dosáhla kladného cash flow pouze v roce 2002 a pak až v roce 2005. Peněžní tok z běžné činnosti dosahuje relativně vysokých kladných hodnot ve všech letech a jeho vývoj prakticky kopíruje vývoj výnosů. Nejvyšší hodnoty dosahuje v roce 2004 ve výši 24 985 mil Kč. Peněžní toky z investiční činnosti jsou v celém období záporné, což je důsledkem jednak akvizice a jednak investice do telekomunikační infrastruktury. Peněžní toky z finanční činnosti jsou s výjimkou roku 2003 také záporné a souvisí především se splátkami úvěrů.



Obr. 11. Vývoj cash flow společnosti v letech 2002 – 2005 [23]

#### 4.3.9 Rentabilita

Rentabilita vyjadřuje především míru zisku, která je v ekonomickém přístupu jedním z hlavních faktorů pro rozhodování investora.

Rentabilita celkových aktiv vypovídá o výkonnosti podniku a odráží výnosnost celkového vloženého kapitálu. ROA je záporná pouze v roce 2003, kdy meziročně poklesla o téměř 7 % až do záporné hodnoty. Její hodnota se dále zvyšovala až na 7,6 % v roce 2005, přičemž kolísala vzhledem k pololetním výsledkům. Tato hodnota se již pohybuje v rozsahu rentability odvětví. Rentabilita se v telekomunikačním oboru pohybuje v širokém rozpětí, přičemž nejvyšších hodnot dosahují především menší mladé společnosti, které se zabývají specifickým segmentem telekomunikačního oboru.

Hodnoty rentability vlastního kapitálu na konci období prakticky kopírují vývoj poměru vlastního kapitálu v celkovém kapitálu společnosti. Hodnota ROE dosahuje hodnot odvětví opět až od roku 2004, kde je srovnatelná například s ROE maďarského telekomu.

Pro výpočet rentability tržeb je použit zisk ve formě EBITu. Hodnoty ROS dobře fungujícího podniku by měly v čase růst. ROS podniku se však ve sledovaných letech vyvíjí poměrně nestabilně. V roce 2003 propadla vzhledem k záporné hodnotě provozního hospo-

dářského výsledku až na -10,4 %. Během šesti měsíců vzrostla na 15,2 %, ke konci roku opět mírně poklesla a dále již ve sledovaném období opět roste.

Hodnoty rentability vykazované společností ve sledovaných letech lze považovat za relativně nízké. Ukazatele rentability nezohledňují rizika spojená s oborem podnikání ani rizika plynoucí z použití cizího kapitálu. Vzhledem k velikosti společnosti Telefónica O2 Czech Republic a k jejímu postavení na trhu jsou však její rizika nízká, o čemž svědčí i jeho dobré ratingové ohodnocení. Hodnoty jednotlivých ukazatelů rentability vykazují celkově rostoucí trend, a to naznačuje na pozitivní nasměrování společnosti a vyhlídku na růst její hodnoty. Hodnoty ROA, ROE a ROS zobrazuje níže uvedená tabulka (Tab. 8). Hodnoty rentability celkového a vlastního kapitálu je vhodné porovnat s náklady obětované příležitosti, protože pokud dosahují trvale nižších hodnot, stane se podnik dříve či později pro investory nezajímavým.

Ukazatel	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
<b>ROA</b>	4,5%	2,2%	-3,4%	3,3%	6,4%	3,3%	7,6%	4,8%
<b>ROE</b>	3,8%	2,4%	-1,9%	3,8%	6,5%	2,8%	6,6%	5,1%
<b>ROS</b>	13,4%	12,8%	-10,4%	15,2%	13,9%	14,3%	15,4%	20,1%

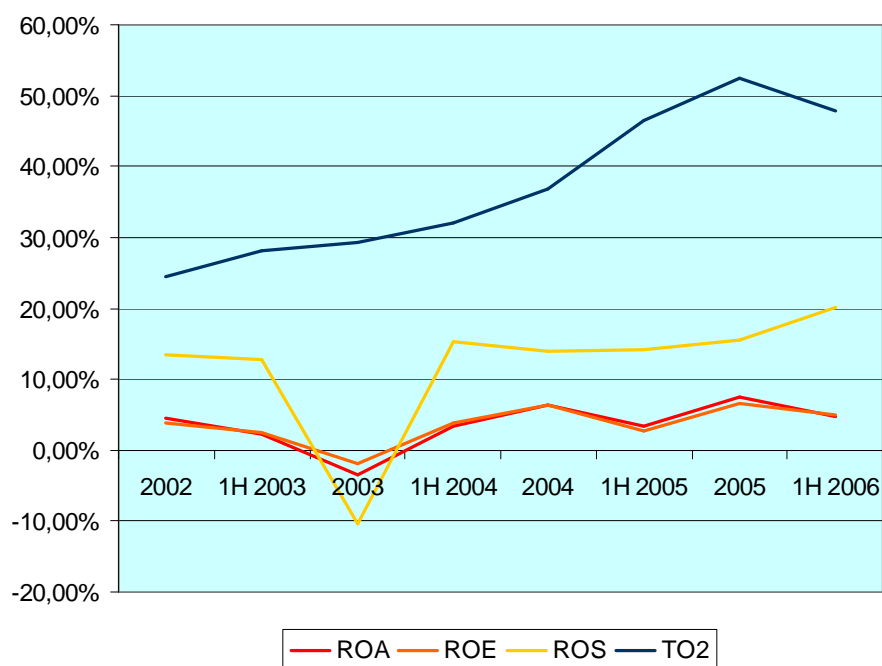
Tab. 8. Vývoj ukazatelů rentability společnosti [P XV]

Hodnota akcie	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
<b>TO2</b>	244 Kč	283 Kč	293 Kč	320 Kč	369 Kč	466 Kč	525 Kč	479 Kč

Tab. 9. Vývoj hodnoty akcie společnosti [24]

Pokud porovnáme vývoje trendů ukazatelů rentability s vývojem trendu tržní hodnoty akcie společnosti (Tab. 9), pozorujeme u vývoje rentabilit značné výkyvy. Hodnota akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic na kapitálovém trhu celkově průběžně roste a její vývoj je poměrně stabilní. Ke konci sledovaného období, k polovině roku 2006, pak hodnota akcie podniku poklesla. Ze srovnání trendů vyplývá, že ukazatele rentability nejsou vhodné pro krátkodobé hodnocení akcie, avšak je možné jich využít z hlediska dlouhodobého pro určení výsledného vývoje trendu.





Obr. 12. Vývoj ukazatelů rentability a hodnoty akcie společnosti

#### 4.3.10 Aktivita

Aktivita měří obecně schopnost podniku využívat vložených prostředků a její pomocí lze také zjistit, zda je velikost jednotlivých složek aktiv odpovídající hospodářským výsledkům.

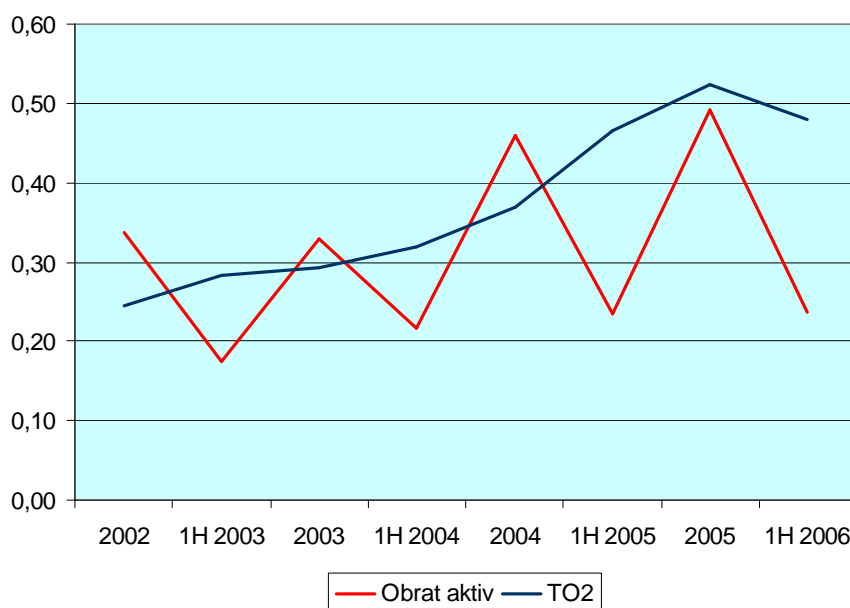
Aktivita společnosti je zde poměřována prostřednictvím obratu aktiv. Doporučovaná hodnota ukazatele je minimálně 1. Hodnoty dosažené podnikem jsou velmi nízké, z níže uvedené tabulky (Tab. 10) vidíme, že maximální hodnoty je dosaženo v roce 2005 ve výši 0,45. To primárně naznačuje na neúměrnou majetkovou vybavenost. Je však třeba zohlednit i odvětví a velikost společnosti jako faktory, které mohou hodnotu ukazatele snižovat.

Ukazatel	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
<b>Obrat aktiv</b>	0,34	0,17	0,33	0,22	0,46	0,23	0,49	0,24

Tab. 10. Vývoj ukazatele aktivity společnosti [P XV]

Vývoj zjištěných hodnot obratu aktiv ve sledovaném období opět značně kolísá. Výkyvy jsou způsobeny pololetními výsledky. Pokud vezmeme v úvahu pouze finanční údaje ke

konci období, vývoj trendu obratu aktiv do značné míry kopíruje trend tržní hodnoty akcie společnosti. Využití pro určení vývoje hodnoty akcie je proto podobné jako v případě rentability, smysl má pouze z dlouhodobého hlediska. Vývoje trendů obratu aktiv ve vztahu k hodnotě akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic můžeme pozorovat v grafu (Obr. 13).



Obr. 13. Vývoj obratovosti aktiv a hodnoty akcie společnosti

#### 4.3.11 Zadluženost

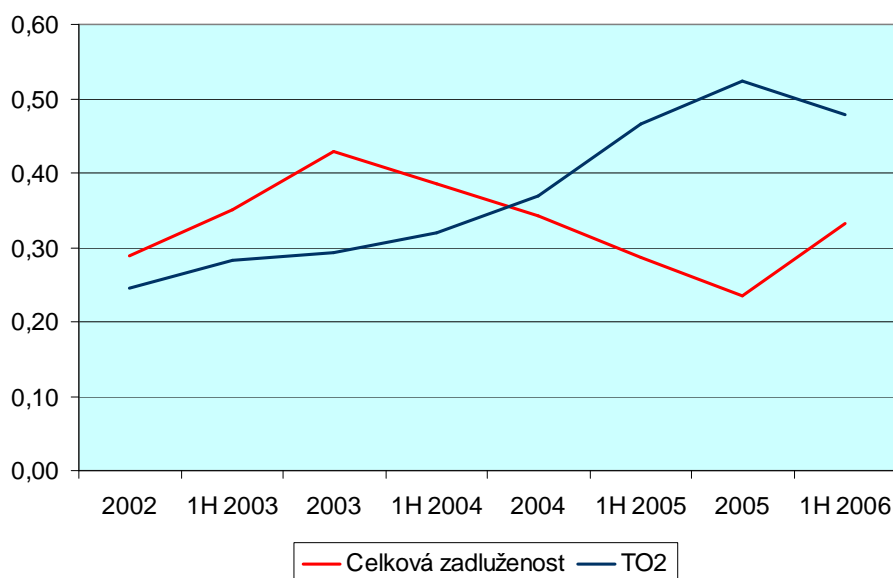
Zadluženost měří, v jakém rozsahu využívá podnik k financování dluhy, a zároveň slouží jako indikátor výše rizika, které podnik strukturou svého kapitálu podstupuje.

Celková zadluženost je jedním ze základních ukazatelů zadluženosti a doporučené hodnoty její výše se pohybují v rozmezí od 30 do 60 %. V tabulce níže (Tab. 11) můžeme vidět, že hodnoty celkové zadluženosti společnosti se ve sledovaném období pohybovaly od 24 do 43 %. Pro zvyšování zadluženosti má proto společnost rozhodně dostatek prostoru. Vhodnost využití cizího kapitálu ve vyšší míře však závisí především na předpokladu, že výnosnost celkového kapitálu bude vyšší než by činili náklady na vypůjčené zdroje. Vyšší výnosnost celkového kapitálu než-li náklady na cizí kapitál mají vliv na výnosnost vlastního kapitálu, a je proto i v zájmu investorů. Úroková míra cizích dlouhodobých zdrojů využívaných podnikem se ve sledovaných letech pohybovala v rozsahu od 4 do 5 %.

Ukazatel	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
<b>Celková zadluženost</b>	29%	35%	43%	39%	34%	29%	24%	33%

Tab. 11. Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti [P XV]

Vývoje trendů celkové zadluženosti a hodnoty akcie společnosti jsou podle grafu (Obr. 14) v první polovině sledovaného období nezávislé. Od poloviny sledovaného období je však jejich vývoj inverzní, což znamená, že se snižováním zadluženosti hodnota akcie podniku rostla a naopak. Vzhledem k celkové korelaci ve sledovaném období však tato závislost není jednoznačná. Celková zadluženost nemá podle získaných údajů přímý vliv na hodnotu akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic.



Obr. 14. Vývoj celkové zadluženosti a hodnoty akcie společnosti

#### 4.3.12 Likvidita

Likvidita vyjadřuje platební schopnost podniku dostát svým závazkům a měří rozsah, v jakém podnik využívá k financování dluhů.

Likviditu měříme ve třech úrovních, přičemž jejím nejširším pojetím je ukazatel likvidity III. stupně, jehož doporučené hodnoty jsou v rozmezí od 1,5 do 2,5. Společnost těchto hodnot výrazně nedosahuje pouze na konci období 2003, kdy je likvidita III. stupně na úrovni 0,75. Dále již jeho hodnota vzrůstá a v polovině roku 2006 podnik doporučenou hodnotu dokonce až trojnásobně převyšuje. Likvidita III. stupně je citlivá na podíl zásob v oběžných

aktivech, jejich strukturu, správné ocenění a také prodejnost. Vzhledem k tomu, že podíl zásob ve společnosti nepřesahuje 7 % oběžných aktiv, dosažené hodnoty můžeme považovat za dostatečné bez ohledu na bližší zkoumání jejich povahy.

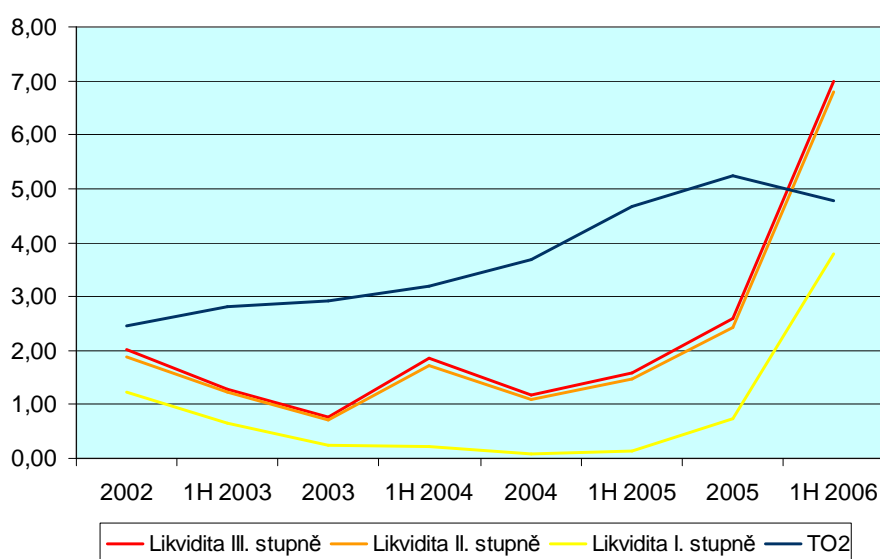
Doporučená hodnota likvidity II. stupně se pohybuje od 1 do 1,5. Těmto hodnotám společnost vyhovuje v průběhu celého sledovaného období. Pro vypovídací schopnost likvidity II. stupně je velmi důležitá složka pohledávek. V podniku pohledávky dosahují ve sledovaném období až 92 % hodnoty dané součtem krátkodobých pohledávek a finančního majetku, což může mít významný vliv na vypovídací schopnost ukazatele. Pro objektivní stanovení hodnot by bylo třeba upřesnit splatnost pohledávek a jejich případnou nedobytnost.

Nejpřísnějším ukazatelem je likvidita I. stupně, která prakticky kopíruje vývoj na běžném účtu. Její doporučené hodnoty jsou v rozmezí od 0,2 do 0,5. Společnost jim vyhovuje s výjimkou údajů vztahujícím se ke konci roku 2004, kdy hodnota dosahuje pouze výše 0,08. Na konci sledovaného období společnost doporučenou hodnotu opět několikanásobně převyšuje.

Ukazatel	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
<b>Likvidita III. Stupně</b>	2,01	1,29	0,75	1,86	1,18	1,57	2,58	7,00
<b>Likvidita II. Stupně</b>	1,90	1,23	0,70	1,72	1,09	1,49	2,44	6,81
<b>Likvidita I. stupně</b>	1,22	0,65	0,25	0,21	0,08	0,15	0,73	3,79

Tab. 12. Vývoj ukazatelů likvidity společnosti [P XV]

Likvidita je jedním z významných faktorů určujících finanční zdraví podniku, a může proto do značné míry ovlivňovat i tržní ceny akcie. Z grafu (Obr. 15) je však patrná pouze částečná korelace celkových trendů likvidity a hodnoty akcie společnosti. Ukazatele likvidity lze podle zobrazených závislostí využít pro odhad budoucího vývoje akcie společnosti pouze omezeně.



Obr. 15. Vývoj ukazatelů likvidity a hodnoty akcie společnosti

#### 4.3.13 Kapitálový trh

Tyto ukazatele zobrazují údaje určené primárně investorům na kapitálových trzích. Jedním z výchozích údajů pro hodnocení potenciální investice je zisk a se ziskem souvisí dividendová politika, která pro investora znamená okamžité výnosy z jeho investice.

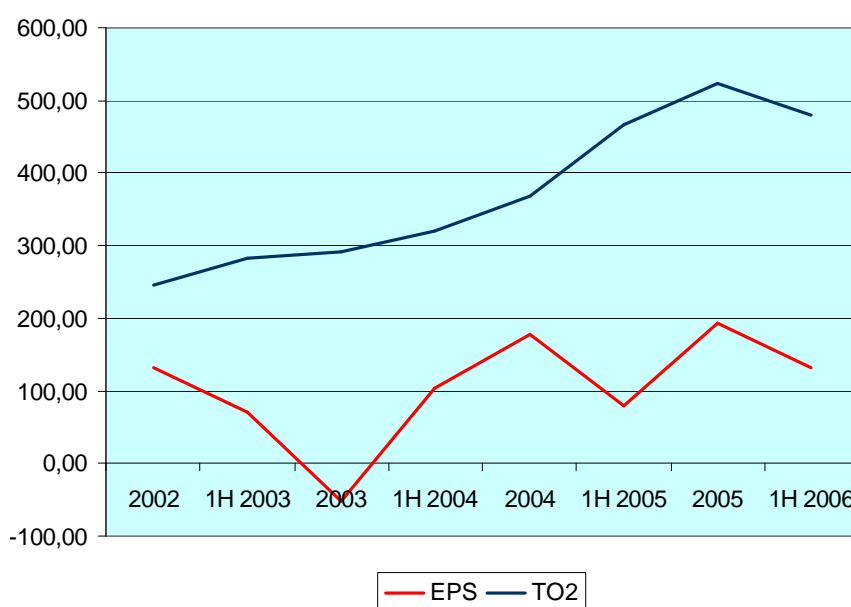
Zisk na akcii vypovídá o tom, jaká výše čistého zisku připadá na jednu akcii. Společnost vykazuje s výjimkou roku 2003 kladné hodnoty a meziročně hodnota EPS stoupá. Hodnoty ukazatele v letech najdeme v tabulce (Tab. 13). Důležitý je především trend EPS, který z dlouhodobého hlediska vypovídá o pozitivním vývoji společnosti.

Hodnota ukazatele dividendy na akcii závisí především na dividendové politice podniku, tzn. dává-li podnik přednost financování rozvoje podniku z vlastních zdrojů nebo samotné výplatě dividend. Dividendy společnost ze sledovaného období vyplácela pouze v letech 2003 a 2004.

Ukazatel	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
<b>EPS</b>	133,0	71,0	-51,0	103,0	178,0	79,0	194,0	133,0
<b>DPS</b>	0,0		601,0		170,0		0,0	

Tab. 13. Vývoj ukazatelů kapitálového trhu společnosti [P XV]

Spojitost ukazatelů EPS a DPS s vývojem tržní ceny akcie ukazuje níže uvedený graf (Obr. 16). Pokles EPS v roce 2003 se na ceně akcie podniku neprojevil, což může souviset se současnou výplatou dividend ve stejném roce, která mohla vývoj EPS částečně negovat. Hodnota EPS následně meziročně výrazně vzrostla. Růst EPS doprovázel růst tržní ceny akcie společnosti, který v roce 2004 podpořily i výplaty dividend. Hodnota EPS spolu s tržní cenou akcie podniku dále vzrůstala do roku 2005. Následně obě hodnoty klesají. V roce 2005 nebyly dividendy vyplaceny. Vývoje trendů ukazatelů kapitálového trhu a hodnoty akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic jsou značně závislé.



Obr. 16. Vývoj čistého zisku na akcii a hodnoty akcie společnosti

#### 4.3.14 Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota měří, jak podnik za dané období přispěl svou činností ke zvýšení či snížení své hodnoty pro jeho vlastníky. Její podstatou je vyčlenění kapitálu vázaného v aktivech využívaných pouze k hlavní činnosti podniku a kalkulace s ekonomickým ziskem, který zohledňuje náklady na vlastní kapitál.

Pro kalkulaci ukazatele byl použit vzorec:  $EVA = NOPAT - WACC \cdot NOA$

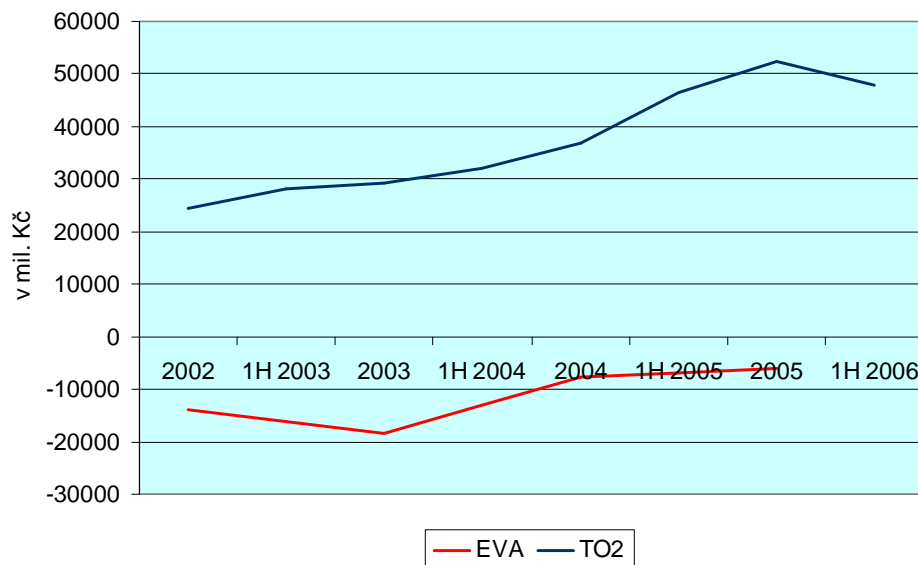
Na výši čistých operativních aktiv NOA měly vliv především položky leasingu a v roce 2003 snížení hodnoty aktiv. Výši čistého operativního zisku NOA ovlivnily zejména neobvyklé výnosy pocházející z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a dále nákladové úroky, což můžeme vidět v příloze č. XV.

Hodnota EVA je ve všech sledovaných letech záporná, a společnost tak nevytváří hodnotu pro své vlastníky. Pozitivním jevem je vyjma propadu v roce 2003 snižování její záporné hodnoty, což naznačuje na pozitivní vývoj společnosti.

Ukazatel	2002	2003	2004	2005
<b>EVA</b>	-13 926	-18 437	-7 7831	-5 931

Tab. 14. Vývoj ekonomické přidané hodnoty společnosti [P XV]

Přestože jsou hodnoty EVA záporné, její trend je stoupající a pouze částečně koreluje s vývojem trendu hodnoty akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic. Vzhledem k objektivitě vypovídací schopnosti ukazatele EVA bychom mohli předpokládat silnější závislost těchto trendů. Vysvětlením může být nedostatečný kredit tohoto ukazatele na českém trhu nebo jeho nepříliš rozsáhlé využívání analytiky pro účely kapitálových trhů.



Obr. 17. Vývoj ekonomické přidané hodnoty a hodnoty akcie společnosti

#### 4.4 Shrnutí

Fundamentální analýza rozebírá jednotlivé faktory ovlivňující společnost Telefónica O2 Czech Republic z hlediska hodnoty její akcie na kapitálovém trhu.

Z makroekonomického pohledu analýza odhalila závislost na vývoji národní ekonomiky a především na vývoji místního kapitálového trhu, Burzy cenných papírů Praha. Z pohledu

sektorového se zabývá úrovní českého telekomunikačního trhu a konkurencí na trhu, který je vzhledem k velikosti společnosti Telefónica O2 Czech Republic a značným bariérám vstupu na trh poměrně stabilizovaný. Na vývoj společnosti mají kromě místního kapitálového trhu vliv také bezprostředně okolní telekomunikační trhy. Přehled událostí se zabývá rozborem konkrétních událostí, které společnost ve sledovaných letech ovlivňovaly. Přehled je zaměřen jak na události externího, tak interního charakteru. Na vývoj ceny akcie má vliv pravidelné zveřejňování hospodářských výsledků. Z konkrétních událostí lze největší míru vlivu přičíst majetkovým změnám týkajícím se společnosti a její aktivní činnosti v oblasti produktů, související s rozšiřováním tržního podílu.

Silné a slabé stránky společnosti a její postavení na trhu z pohledu příležitosti a hrozeb sumarizuje SWOT analýza.

Mezi hlavní přednosti společnosti patří široké portfolio služeb plynoucích z nabídky fixních i mobilních produktů, které nemá na českém trhu srovnatelnou konkurenci. K produktům má společnost inovativní přístup, který jí spolu s aktivní marketingovou a obchodní strategií zajišťuje růst tržního podílu. Společnost zaujímá vedoucí postavení na trhu a vzhledem k synergiím plynoucím z integrace fixního a mobilního segmentu lze očekávat i pozitivní vývoj do budoucna. Vysokou úroveň má technologické vybavení společnosti. Telekomunikační trh je relativně uzavřeným oborem, který neumožňuje neočekávané změny v konkurenčním prostředí a za poslední roky se český trh navíc značně konsolidoval. Nový zahraniční vlastník, španělská Telefónica, přináší zázemí silné nadnárodní společnosti, s čímž souvisí dostupnost finančních zdrojů pro růst společnosti na českém trhu, což je její nespornou výhodou. Skupina nyní rozšiřuje své působení do sousedního Slovenska, a to je další příležitostí pro zlepšení služeb poskytovaných zákazníkům v České republice.

Současná velikost společnosti a její příslušnost k jednomu z největších světových telekomunikačních operátorů s sebou přináší i stinné stránky, mezi něž patří možné snížení její flexibility. Od integrace fixní a mobilní části do jedné společnosti lze očekávat její dočasnou destabilizaci a s tím související sníženou odolnost vůči tlaku konkurence. Z rozměru společnosti vyplývá její dominantní postavení v poskytování některých služeb, a to je důvodem, proč částečně podléhá regulaci ČTÚ. Vliv regulace se společnosti dotýká především v omezené cenotvorbě produktů. Telekomunikace patří mezi cyklická odvětví, a pro společnost je proto velmi důležitý vývoj národní ekonomiky. Významným trendem v telekomunikačním oboru je snižování cen poskytovaných služeb, především hlasových.



Společnost proto musí dbát na značnou inovaci produktů a rozšiřování portfolia svých služeb, aby se tento negativní trend neprojevil na snižování jejích výnosů.

Poslední oddíl fundamentální, resp. podnikové analýzy rozebírá společnost z finančního hlediska.

Z rozboru rozvahy vyplývá, že dochází k průběžnému zmenšování velikosti majetku. Snížení dlouhodobých aktiv je způsobeno prodejem dlouhodobého hmotného majetku, především nemovitého a outsourcingem některých činností, v jehož důsledku se také omezuje potřeba majetku. Na zmenšení kapitálu se podílela výplata dividend, splacení dlouhodobých úvěrů a snížení krátkodobých závazků. Struktura kapitálu společnosti vykazuje nízkou zadluženost. Krátkodobá aktiva výrazně přesahují, s výjimkou roku 2003, výši krátkodobých závazků a společnost tak dosahuje kladného čistého pracovního kapitálu, což je jednou ze známek finančního zdraví podniku.

Rozbor výkazu zisku a ztrát zjistil, že hospodářský výsledek před úroky a zdaněním, s výjimkou roku 2003, kdy jej mimořádné náklady posunuly do ztráty, průběžně roste. Na celkové výši a růstu zisku se podílí především výsledky mobilní části společnosti. Většina výnosů pochází z hovorného, stálých poplatků za přístup do sítě, internetu, datových služeb a služeb s přidanou hodnotou. Zatímco u hovorného výnosy průběžně klesají, u internetu, datových služeb a služeb s přidanou hodnotou výnosy ve sledovaných letech vzrůstají. Nejvyšší část celkových nákladů tvoří osobní náklady, u nichž však v důsledku snižování počtu zaměstnanců dochází k postupnému snižování. Významnou nákladovou položkou jsou opravy a údržba, které souvisí s provozem rozsáhlých telekomunikačních sítí.

Z rozboru peněžních toků vyplývá, že ze sledovaných let společnost dosáhla kladného cash flow pouze v letech 2002 a 2005. Peněžní tok z běžné činnosti dosahuje vysokých kladných hodnot ve všech letech, avšak souhrnná hodnota cash flow je snižována peněžními toky z investiční činnosti, které jsou v celém období záporné. Hodnoty cash flow z investiční činnosti jsou důsledkem akvizice a investice do telekomunikační infrastruktury.

Společnost dosahuje nízkých hodnot rentability představovaných ukazateli ROA, ROE a ROS. Úroveň rentability do značné míry závisí na rentabilitě odvětví a zde se blíží běžným hodnotám. Nízkým hodnotám rentability odpovídá relativně malé riziko spojené s investicí do akcií společnosti, které vyplývá i z jejího dobrého ratingového ohodnocení. Hodnoty jednotlivých ukazatelů rentability mají celkově rostoucí trend. Aktivita společnosti pomě-

řována obratem aktiv dosahuje také nízkých hodnot. Nízké hodnoty souvisejí s neúměrnou majetkovou vybaveností společnosti. Velikost aktiv se však ve sledovaných letech snižuje a s ní se zvyšuje obrat aktiv, který ve sledovaném období vzrostl až o ca 50 %. Nízké hodnoty aktivity jsou dány také odvětvím a rozměrem společnosti. Celková zadluženost společnosti se ve sledovaném období pohybovala na relativně nízké úrovni a za předpokladu dispozice cizích zdrojů s náklady nižšími než je výnosnost celkového kapitálu má společnost prostor pro zvýšení své zadluženosti. Likvidita podniku dosahuje vynikajících hodnot, přičemž některé doporučené dokonce několikanásobně převyšuje. Hodnota ukazatele kapitálového trhu reprezentovaná EPS meziročně stoupá, což je pozitivním impulsem pro zvyšování hodnoty společnosti na kapitálovém trhu. Dividendy společnost ve sledovaném období vyplácela v letech 2003 a 2004. Společnost vykazuje po celé sledované období záporné hodnoty EVA. Vývoj výše jejích záporných hodnot je klesající, a to naznačuje na správné nasměrování společnosti. Na záporných hodnotách EVA se projeví především položky leasingu, snížení hodnoty aktiv, výnosy z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a nákladové úroky.

Na základě výsledků finanční analýzy lze společnost Telefónica O2 Czech Republic označit za relativně zdravý podnik, který má předpoklady pro pozitivní vývoj v budoucích letech. Záporné hodnoty ukazatele EVA vypovídají o tom, že společnost ve sledovaných letech nepřispívá ke zvýšení hodnoty pro své vlastníky, nicméně i její trend je pozitivní.

#### **4.4.1 Doporučení investorům**

Tržní hodnota akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic má na kapitálovém trhu mírně rostoucí trend s relativně stabilním vývojem, její hodnota silněji vzrostla v druhé polovině roku 2005, a naopak k polovině roku 2006 hodnota akcie poklesla. V průběhu sledovaného období vykazuje odchylky od trendu.

S tímto vývojem nejvíce koreluje vývoj místního kapitálového trhu, Burzy cenných papírů Praha, jehož trend akcie společnosti kopíruje včetně menších či větších výkyvů.

Vzrůstající trend má ve sledovaném období i vývoj národní ekonomiky, prezentovaný hrubým domácím produktem. Zde však již není možné rozeznat průběžné výkyvy a ke konci sledovaného období, k polovině roku 2006, se vývoje rozcházejí.

Jednotlivé odchylky od trendu můžeme připisovat událostem, které souvisejí se společností nebo se jí alespoň dotýkají. Kromě pravidelného zveřejňování hospodářských výsledků, jejichž význam je pro vývoj ceny akcie odvislý od rozdílu očekávaných versus dosažených výsledků, se na hodnotě akcie projeví především majetkové změny a vývoj tržního postavení společnosti.

Výkonnostní ukazatele se na vývoji ceny akcie společnosti odrážejí pouze omezeně. Závislost ceny akcie na jednotlivých ukazatelích se neprojevuje jednoznačně, a nelze proto ani určit sílu jejich závislosti. V průběhu sledovaného období vykazují jednotlivé ukazatele odchylky od vývoje ceny akcie společnosti, a to především svými hodnotami dosaženými k polovině jednotlivých let. Ze závislosti vývoje ceny akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic na vývoji hodnot výkonnostních ukazatelů lze proto odhadovat pouze korelace vzájemných trendů.

Ze srovnání trendů ceny akcie a rentability společnosti vyplynulo, že ukazatele rentability nejsou vzhledem k pololetním odchylkám vhodné pro krátkodobé hodnocení akcie, nicméně je možné jich využít z hlediska dlouhodobého pro určení výsledného vývoje trendu.

Obdobné hodnocení platí i pro ukazatele aktivity, obrát aktiv, kde vývoj ceny akcie do značné míry kopírují pouze jeho hodnoty dosahované ke koncům období.

Vývoje trendů celkové zadluženosti a ceny akcie společnosti jsou v první polovině nezávislé a od poloviny sledovaného období je jejich vývoj inverzní. To znamená, že se snižováním zadluženosti tržní hodnota akcie podniku rostla a naopak. Vzhledem k celkové korelaci ve sledovaném období však tato závislost není jednoznačná, a nelze proto identifikovat jeho přímý vliv na hodnotu akcie.

Vývoje hodnot ukazatelů likvidity částečně korelují s vývojem ceny akcie společnosti, a lze proto předpokládat, že se na vývoji trendu akci společnosti podílejí pouze omezeně.

Závislost vývoje trendů ukazatelů kapitálového trhu a ceny akcie společnosti je z vybraných výkonnostních ukazatelů nejsilnější. Růst EPS doprovází růst tržní ceny akcie společnosti a v roce 2004 jej výrazně podpořily i výplaty dividend. Vývoj EPS kopíruje i pokles ceny akcie k polovině roku 2006. To potvrzuje tvrzení, že nejvýznamnějším podnikovým faktorem z pohledu jeho vlivu na cenu akcie je zisk spolu s dividendovou politikou společnosti.

Hodnoty ukazatele EVA jsou záporné a stoupajícím trendem odpovídají vývoji ceny akcie společnosti až od roku 2003. Závislost ceny akcie společnosti na vývoji hodnoty EVA proto není možné jednoznačně stanovit.

Pro objektivní hodnocení akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic lze na základě popsaných závislostí doporučit potenciálním investorům sledování následujících faktorů.

- Vývoj trendu místního kapitálového trhu.
- Vývoj trendu národní ekonomiky.
- Ratingové hodnocení České republiky a společnosti Telefónica O2 Czech Republic.
- Významné události, mezi něž patří majetkové změny ve společnosti, vstup nového operátora na trh, zásahy ČTÚ, zveřejňované hospodářské výsledky ad.
- Vývoj tržních podílů společnosti.
- Aktivita společnosti ve vztahu ke svému portfoliu služeb.
- Vývoj výkonnostních ukazatelů rentability (ROA a ROE), aktivity (obrat aktiv) a především ukazatelů kapitálového trhu, na jejichž hodnotě se podílí výše zisku a výplata dividend (EPS a DPS).

## ZÁVĚR

Diplomová práce se v teoretické části zabývá jednotlivými přístupy k určení hodnoty aktiva a zaměřuje se na fundamentální analýzu. Fundamentální analýzu rozebírá z pohledu makroekonomického, odvětvového a podnikového, na který je kladen největší důraz. Finanční analýza jako část podnikové analýzy se zabývá jejími metodami a popisuje hlavní ekonomické ukazatele.

Praktická část v úvodu představuje společnost Telefónica O2 Czech Republic, na jejíž skutečná data následně aplikuje metody fundamentální analýzy. Globální analýza zohledňuje vnější, především ekonomické faktory, které na podnik působí a mohli ovlivnit jeho vývoj. Odvětvová analýza se zabývá prostředím českého telekomunikačního trhu, jeho úrovní a konkurencí. Podniková analýza zjišťuje postavení společnosti na trhu a provádí SWOT analýzu. Dále se v analytické části zabývá rozborem vstupních finančních dat, rozvahou, výsledkovkou a výkazem o peněžních tocích. Následně počítá vybrané výkonnostní ukazatele, které porovnává se skutečnými tržními hodnotami akcie. Na základě srovnání se snaží definovat ty ukazatele, které jsou pro určení hodnoty společnosti na kapitálovém trhu nejvýznamnější. Ke konci práce doporučuje investorům jednotlivé faktory, které z analýzy vyplývají jako nejvýznamnější pro objektivní hodnocení tržní ceny akcie společnosti.

Ze zpracované analýzy vyplývá, že jednotlivé výkonnostní ukazatele nemají samostatně dostatečnou vypovídající schopnost ve vztahu k hodnotě tržní ceny akcie společnosti Telefónica O2 Czech Republic. Výkonnostní ukazatele zde představují střípky mozaiky, které dokáží celkový obraz o podniku vytvořit pouze společně s dalšími parametry celku, představovaném fundamentální analýzou.

Sestavení fundamentální analýzy je poměrně náročným úkolem jak ve fázi sběru dat, tak ve fázi samotného zpracování. Na základě dobře sestavené globální, odvětvové a podnikové analýzy lze určit výkonnost podniku a jeho hodnotu, a to nám může posloužit při rozhodování o investici. Důležité je především dobré zpracování dílčích analýz, které závisí z velké části na kvalitě vstupních dat a na profesionalitě zpracovatele analýz, protože mnohé údaje vyžadují odborný subjektivní odhad a posouzení.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY****Monografie**

- [1] BRADA, J.: *Technická analýza*. Praha: Ediční oddělení VŠE Praha, 2000. ISBN 80-2459-0096-5.
- [2] COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J.: *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria publishing a.s., 1991. ISBN 80-85605-41-4.
- [3] GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J.: *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ediční oddělení VŠE Praha, 2001. ISBN 80-7079-587-5.
- [4] JINDŘICHOVSKÁ, I.; BLAHA, Z.S.: *Podnikové finance*. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-7261-025-2.
- [5] KAPLAN, R.S.; NORTON, D.S.: *Balanced Scorecard: Strategický systém měření výkonnosti podniku*. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-7261-037-6.
- [6] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [7] KONEČNÝ, M.: *Finanční analýza a plánování*, 11. upravené vydání, Brno: Ing. Zdeněk Novotný CSc., 2006, ISBN 80-7355-061-X.
- [8] KRÁL, M.: *Techniky ziskového obchodování na světově finančních trzích založeny na fundamentální a technické analýze – Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2006. ISBN 80-7318-485-0.
- [9] MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Přepracované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [10] MUSÍLEK, P.: *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002. ISBN 80-86119-55-6.
- [11] NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*, Praha: Grada Publishing, 2002, ISBN 80-247-0125-1.
- [12] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A.: *Řízení podnikových financí – Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2003. ISBN 80-7318-128-2.

- [13] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: LINDE nakladatelství s.r.o., 2005. ISBN 80-86131-63-7.
- [14] ŠEVČÍK, A.; FUCHS, D.; GABRIEL, M.: *Finanční trhy*. Brno: Masarykova univerzita, 2001. ISBN 80-210-2696-0.

#### **Internet**

- [15] <http://www.bcphp.cz>
- [16] <http://www.cicr.cz>
- [17] <http://www.cz.o2.com>
- [18] <http://www.finance.cz>
- [19] <http://www.financninoviny.cz>
- [20] <http://www.mfcr.cz>
- [21] <http://www.mpo.cz>
- [22] <http://www.patria.cz>

#### **Ostatní**

- [23] Výroční a pololetní zprávy společnosti ČESKÝ TELECOM, a.s. za roky 2002 – 1. pololetí 2006.
- [24] Interní materiály společností ČESKÝ TELECOM, a.s., Eurotel Praha, spol. s r.o. a Telefónica O2 Czech Republic, a.s.
- [25] Analytické zprávy společností Wood & Copany Financial Services, a.s., Patria Finance, a.s. a CA IB International Markets Ltd.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

ADSL	Asymmetric Digital Subscriber Line
APV	Adjusted Present Value
BSC	Balanced Scorecard
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFROI	Cash Flow Return On Investment
ČTÚ	Český telekomunikační úřad
DCF	Discounted Cash Flow
DFCFE	Discounted Free Cash Flow to Equity
DFCFE	Discounted Free Cash Flow to Firm
DPH	Daň z přidané hodnoty
DPS	Dividend Per Share
DPS/EP	Payout Ratio
S	
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
EPS	Earnings Per Share
EVA	Economic Value Added
HSDPA	High Speed Downlink Packet Access
IASB	International Accounting Standards Committee
IFRIC	International Financial Reporting Issues Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPTV	Internet Protocol TeleVision



IRR	Internal Rate of Return
MVA	Market Value Added
NOA	Net Operating Assets
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
P/E	Price Earnings Ratio
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity
ROS	Return On Sales
SIM	Subscriber Identity Module
SOHO	Small Office Home Office
TO2	Telefónica O2 Czech Republic
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System
VoIP	Voice over Internet Protocol
WACC	Weighted Average Costs Capital

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

<i>Obr. 1. Výkonná makrostruktura podniku [24].....</i>	<i>45</i>
<i>Obr. 2. Vývoj hodnoty akcií společnosti a indexu Burzy cenných papírů Praha PX 50 od roku 2002 do poloviny roku 2006 [22].....</i>	<i>48</i>
<i>Obr. 3. Vývoj počtu zákazníků společnosti v letech 2000 – 2005 [24] .....</i>	<i>54</i>
<i>Obr. 4. Vývoj aktiv společnosti v letech 2002 – 2005 [23] .....</i>	<i>57</i>
<i>Obr. 5. Vývoj poměru aktiv připadajících na fixní a mobilní části společnosti v letech 2002 – 2005 [23] .....</i>	<i>58</i>
<i>Obr. 6. Vývoj pasiv společnosti v letech 2002 – 2005 [23] .....</i>	<i>59</i>
<i>Obr. 7. Vývoj poměru dlouhodobých a krátkodobých závazků připadajících na fixní a mobilní části společnosti v letech 2002 – 2005 [23] .....</i>	<i>59</i>
<i>Obr. 8. Vývoj výnosů, nákladů a zisku před úroky a zdaněním společnosti v letech 2002 – 2005 [23] .....</i>	<i>60</i>
<i>Obr. 9. Struktura výnosů společnosti a jejich vývoj v letech 2002 – 2005 [23].....</i>	<i>61</i>
<i>Obr. 10. Struktura nákladů společnosti a jejich vývoj v letech 2002 – 2005 [23].....</i>	<i>62</i>
<i>Obr. 11. Vývoj cash flow společnosti v letech 2002 – 2005 [23].....</i>	<i>63</i>
<i>Obr. 12. Vývoj ukazatelů rentability a hodnoty akcie společnosti.....</i>	<i>65</i>
<i>Obr. 13. Vývoj obratovosti aktiv a hodnoty akcie společnosti.....</i>	<i>66</i>
<i>Obr. 14. Vývoj celkové zadluženosti a hodnoty akcie společnosti.....</i>	<i>67</i>
<i>Obr. 15. Vývoj ukazatelů likvidity a hodnoty akcie společnosti .....</i>	<i>69</i>
<i>Obr. 16. Vývoj čistého zisku na akcii a hodnoty akcie společnosti.....</i>	<i>70</i>
<i>Obr. 17. Vývoj ekonomické přidané hodnoty a hodnoty akcie společnosti.....</i>	<i>71</i>

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1. Porovnání přístupů k odhadu hodnoty akcie .....</i>	14
<i>Tab. 2. Dopady úprav do rozvahy pro výpočet ukazatele EVA [9].....</i>	36
<i>Tab. 3. Úpravy vedoucí k výpočtu NOPAT [9] .....</i>	37
<i>Tab. 4. Původní dceřiné společnosti skupiny ČESKÝ TELECOM, a.s. [23] .....</i>	41
<i>Tab. 5. Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2002 – 2005 [23].....</i>	44
<i>Tab. 6. Hlavní makroekonomické indikátory [20] .....</i>	47
<i>Tab. 7. SWOT analýza .....</i>	56
<i>Tab. 8. Vývoj ukazatelů rentability společnosti [P XV] .....</i>	64
<i>Tab. 9. Vývoj hodnoty akcie společnosti [24] .....</i>	64
<i>Tab. 10. Vývoj ukazatele aktivity společnosti [P XV].....</i>	65
<i>Tab. 11. Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti [P XV] .....</i>	67
<i>Tab. 12. Vývoj ukazatelů likvidity společnosti [P XV] .....</i>	68
<i>Tab. 13. Vývoj ukazatelů kapitálového trhu společnosti [P XV].....</i>	69
<i>Tab. 14. Vývoj ekonomické přidané hodnoty společnosti [P XV] .....</i>	71

**SEZNAM PŘÍLOH**

P I Konsolidované rozvahy Telefónica O2 Czech Republic k 31. 12.....	85
P II Konsolidované rozvahy Telefónica O2 Czech Republic k 30. 6. ....	86
P III Horizontální analýza rozvahy Telefónica O2 Czech Republic .....	87
P IV Rozvahy – pevná síť Telefónica O2 Czech Republic.....	88
P V Rozvahy – mobilní síť Telefónica O2 Czech Republic .....	89
P VI Konsolidovaný výkaz zisků a ztrát Telefónica O2 Czech Republic k 31. 12.....	90
P VII Konsolidovaný výkaz zisků a ztrát Telefónica O2 Czech Republic k 30. 6. ....	91
P VIII Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát Telefónica O2 Czech Republic .....	92
P IX Výkaz zisků a ztrát – pevná síť Telefónica O2 Czech Republic .....	93
P X Výkaz zisků a ztrát – mobilní síť Telefónica O2 Czech Republic .....	93
P XI Struktura výnosů Telefónica O2 Czech Republic .....	94
P XII Struktura nákladů Telefónica O2 Czech Republic .....	95
P XIII Konsolidovaný přehled peněžních toků Telefónica O2 Czech Republic.....	96
P XIV Horizontální analýza peněžních toků Telefónica O2 Czech Republic .....	97
P XV Výpočet výkonnostních ukazatelů .....	98
P XVI Výpočet ukazatele EVA.....	99

P I Konsolidované rozvahy Telefónica O2 Czech Republic k 31. 12.

<b>KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>131 210</b>	<b>140 084</b>	<b>124 455</b>	<b>110 947</b>
hmotný investiční majetek	115 256	108 002	97 751	85 991
pořízení investic	4 027	2 803	1 594	2 012
nehmotný investiční majetek	11 556	14 943	11 688	9 526
goodwill	0	14 028	13 320	13 320
invest. instrumenty k prodeji a držené do splatnosti	371	298	90	87
investice	0	10	12	11
<b>Běžná aktiva</b>	<b>25 141</b>	<b>15 107</b>	<b>10 206</b>	<b>12 904</b>
zásoby	1 409	1 100	713	716
pohledávky	8 431	9 081	8 818	8 549
peníze a peněžní ekvivalenty	15 301	4 926	675	3 639
<b>Dlouhodobá aktiva klasifikovaná jako k prodeji</b>				<b>360</b>
-----	-----	-----	-----	-----
<b>Celková aktiva</b>	<b>156 351</b>	<b>155 191</b>	<b>134 661</b>	<b>124 211</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>111 272</b>	<b>88 529</b>	<b>88 699</b>	<b>94 975</b>
Základní kapitál	32 209	32 209	32 209	32 209
Hospodářský výsledek a fondy ze zisku	79 063	56 320	56 490	62 766
<b>Menšinový podíl</b>	<b>45</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>0</b>
<b>Závazky</b>	<b>45 034</b>	<b>66 653</b>	<b>45 956</b>	<b>29 236</b>
Úvěry a kontokorentní účty	22 027	45 065	25 470	9 425
- z nichž: krátkodobé	12 513	20 021	8 671	101
dlouhodobé	9 514	25 044	16 799	9 324
Závazky vůči věřitelům	11 049	12 741	12 013	11 356
Rezervy	11 958	8 847	8 473	8 455
-----	-----	-----	-----	-----
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>156 351</b>	<b>155 191</b>	<b>134 661</b>	<b>124 211</b>

P II Konsolidované rozvahy Telefónica O2 Czech Republic k 30. 6.

<b>KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA (v mil. Kč)</b>	<b>H1 2003</b>	<b>H1 2004</b>	<b>H1 2005</b>	<b>H1 2006</b>
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>124 406</b>	<b>131 098</b>	<b>116 995</b>	<b>105 558</b>
hmotný investiční majetek	111 648	101 732	92 827	83 007
pořízení investic	2 332	2 415	0	0
nehmotný investiční majetek	10 075	12 994	10 532	8 803
goodwill	0	13 674	13 320	13 320
invest. instrumenty k prodeji a držené do splatnosti	351	272	316	428
investice	0	11	0	0
<b>Běžná aktiva</b>	<b>21 018</b>	<b>12 215</b>	<b>10 989</b>	<b>21 005</b>
zásoby	1 046	916	596	583
pohledávky	9 367	9 928	9 345	9 058
peníze a peněžní ekvivalenty	10 605	1 371	1 048	11 364
<b>Dlouhodobá aktiva klasifikovaná jako k prodeji</b>			<b>318</b>	<b>247</b>
<b>Celková aktiva</b>	<b>145 424</b>	<b>143 313</b>	<b>128 302</b>	<b>126 810</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>94 500</b>	<b>88 016</b>	<b>91 505</b>	<b>84 772</b>
Základní kapitál	32 209	32 209	32 209	32 209
Hospodářský výsledek a fondy ze zisku	62 291	55 807		
<b>Menšinový podíl</b>	<b>33</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Závazky</b>	<b>50 891</b>	<b>55 290</b>	<b>36 797</b>	<b>42 038</b>
Úvěry a kontokorentní účty	11 296	31 165	17 202	9 675
- z nichž: krátkodobé	931	6 567	6 998	407
dlouhodobé	10 365	24 598	10 204	9 268
Závazky vůči věřitelům	28 021	16 263	13 076	12 578
Rezervy	11 574	7 862	6 519	19 785
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>145 424</b>	<b>143 313</b>	<b>128 302</b>	<b>126 810</b>

P III Horizontální analýza rozvahy Telefónica O2 Czech Republic

KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA	meziročně 03/02 %	meziročně 04/03 %	meziročně 05/04 %
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>6,8%</b>	<b>-11,2%</b>	<b>-10,9%</b>
hmotný investiční majetek	-6,3%	-9,5%	-12,0%
pořízení investic	-30,4%	-43,1%	26,2%
nehmotný investiční majetek	29,3%	-21,8%	-18,5%
goodwill	n.m.	-5,0%	0,0%
invest. instrumenty k prodeji a držené do splatnosti	-19,7%	-69,8%	-3,3%
investice	n.m.	20,0%	-8,3%
<b>Běžná aktiva</b>	<b>-39,9%</b>	<b>-32,4%</b>	<b>26,4%</b>
zásoby	-21,9%	-35,2%	0,4%
pohledávky	7,7%	-2,9%	-3,1%
peníze a peněžní ekvivalenty	-67,8%	-86,3%	439,1%
<b>Dlouhodobá aktiva klasifikovaná jako k prodeji</b>			
-----	-----	-----	-----
<b>Celková aktiva</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>-7,8%</b>
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>-20,5%</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,1%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>-20,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,1%</b>
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%
Hospodářský výsledek a fondy ze zisku	-28,8%	0,3%	11,1%
<b>Menšinový podíl</b>	<b>-80,0%</b>	<b>-33,3%</b>	<b>-100,0%</b>
<b>Závazky</b>	<b>48,0%</b>	<b>-31,1%</b>	<b>-36,4%</b>
Úvěry a kontokorentní účty	104,6%	-43,5%	-63,0%
- z nichž: krátkodobé	60,0%	-56,7%	-98,8%
dlouhodobé	163,2%	-32,9%	-44,5%
Závazky vůči věřitelům	15,3%	-5,7%	-5,5%
Rezervy	-26,0%	-4,2%	-0,2%
-----	-----	-----	-----
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>-7,8%</b>

P IV Rozvahy – pevná síť Telefónica O2 Czech Republic

<b>ROZVAHA – PEVNÁ SÍŤ (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>116 425</b>	<b>123 585</b>	<b>111 277</b>	<b>100 088</b>
hmotný investiční majetek	103 446	86 953	78 037	68 237
pořízení investic	3 059	1 239	616	589
nehmotný investiční majetek	9 316	5 646	3 085	1 726
invest. instrumenty k prodeji a držené do splatnosti	371	298	90	87
investice	233	29 449	29 449	29 449
<b>Běžná aktiva</b>	<b>19 823</b>	<b>8 515</b>	<b>6 036</b>	<b>7 814</b>
zásoby	956	595	266	216
pohledávky	6 839	5 902	5 306	5 189
peníze a peněžní ekvivalenty	12 028	2 018	464	2 409
<b>Dlouhodobá aktiva klasifikovaná jako k prodeji</b>				<b>360</b>
-----	-----	-----	-----	-----
<b>Celková aktiva</b>	<b>136 248</b>	<b>132 100</b>	<b>117 313</b>	<b>108 262</b>
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>96 528</b>	<b>74 441</b>	<b>77 236</b>	<b>84 381</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>96 483</b>	<b>74 432</b>	<b>77 230</b>	<b>84 381</b>
Základní kapitál	32 209	32 209	32 209	32 209
Hospodářský výsledek a fondy ze zisku	64 274	42 223	45 021	52 172
<b>Menšinový podíl</b>	<b>45</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>0</b>
<b>Závazky</b>	<b>39 720</b>	<b>57 659</b>	<b>40 077</b>	<b>23 881</b>
Úvěry a kontokorentní účty	20 863	42 781	25 470	9 359
- z nichž: krátkodobé	12 383	17 737	8 671	35
dlouhodobé	8 480	25 044	16 799	9 324
Závazky vůči věřitelům	8 655	9 150	8 349	7 374
Rezervy	10 202	5 728	6 258	7 148
-----	-----	-----	-----	-----
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>136 248</b>	<b>132 100</b>	<b>117 313</b>	<b>108 262</b>



P V Rozvahy – mobilní síť Telefónica O2 Czech Republic

<b>ROZVAHA – MOBILNÍ SÍŤ (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>29 986</b>	<b>28 717</b>	<b>26 786</b>	<b>25 256</b>
hmotný investiční majetek	23 157	22 055	20 280	17 938
pořízení investic	1 900	1 564	978	1 423
nehmotný investiční majetek	4 929	5 088	5 516	5 884
invest. instrumenty k prodeji a držené do splatnosti	0	0	0	0
investice	0	10	12	11
<b>Běžná aktiva</b>	<b>11 800</b>	<b>7 865</b>	<b>4 957</b>	<b>5 713</b>
zásoby	888	505	447	500
pohledávky	4 495	4 452	4 299	3 983
peníze a peněžní ekvivalenty	6 417	2 908	211	1 230
<b>Celková aktiva</b>	<b>41 786</b>	<b>36 582</b>	<b>31 743</b>	<b>30 969</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>29 689</b>	<b>25 969</b>	<b>24 448</b>	<b>22 851</b>
Základní kapitál	1 650	1 650	1 650	1 650
Hospodářský výsledek a fondy ze zisku	28 039	24 319	22 798	21 201
<b>Závazky</b>	<b>12 097</b>	<b>10 613</b>	<b>7 295</b>	<b>8 118</b>
Úvěry a kontokorentní účty	2 281	2 284	0	66
- z nichž: krátkodobé	253	2 284	0	66
dlouhodobé	2 028	0	0	0
Závazky vůči věřitelům	6 286	5 217	4 720	5 649
Rezervy	3 530	3 112	2 575	2 403
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>41 786</b>	<b>36 582</b>	<b>31 743</b>	<b>30 969</b>

P VI Konsolidovaný výkaz zisků a ztrát Telefónica O2 Czech Republic k 31. 12.

<b>KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT – rozdělení po konsolidačních úpravách (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Výnosy	52 856	51 194	61 783	61 156
Provozní náklady vyjma odpisů	-26 706	-27 104	-32 322	-32 655
=====				
<b>EBITDA – provozní hosp. výsledek před odpisy</b>	<b>26 150</b>	<b>24 090</b>	<b>29 461</b>	<b>28 501</b>
<i>EBITDA marže</i>	49%	47%	48%	47%
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-18 957	-19 478	-20 845	-17 808
Snížení hodnoty aktiv	-105	-9 934	-56	-1 261
=====				
<b>EBIT - provozní hosp. výsledek</b>	<b>7 088</b>	<b>-5 322</b>	<b>8 560</b>	<b>9 432</b>
Nákladové úroky	-1 416	-1 041	-1 236	-748
Úrokový výnos	268	288	80	46
Ostatní finanční náklady	-60	-41	-82	-218
Čisté kursové zisky / (ztráty)	230	-334	835	236
=====				
<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>6 110</b>	<b>-6 450</b>	<b>8 157</b>	<b>8 748</b>
Daň z příjmu	-1 885	4 769	-2 428	-2 500
=====				
<b>Hosp. výsledek skupiny bez menšinových podílů</b>	<b>4 225</b>	<b>-1 681</b>	<b>5 729</b>	<b>6 248</b>
Menšinový hospodářský výsledek	51	31	3	1
=====				
<b>Hospodářský výsledek po zdanění</b>	<b>4 276</b>	<b>-1 650</b>	<b>5 732</b>	<b>6 249</b>
<i>Hospodářský výsledek na akcii</i>	13,27	-5,12	17,79	19,40

P VII Konsolidovaný výkaz zisků a ztrát Telefónica O2 Czech Republic k 30. 6.

<b>KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT – rozdělení po konsolidačních úpravách (v mil. Kč)</b>	<b>1H 2003</b>	<b>1H 2004</b>	<b>1H 2005</b>	<b>H1 2006</b>
Výnosy	25 410	31 143	30 019	30 131
Provozní náklady vyjma odpisů	-12 924	-15 965	-16 531	-15 991
-----	-----	-----	-----	-----
<b>EBITDA – provozní hosp. výsledek před odpisy</b>	<b>12 486</b>	<b>15 178</b>	<b>13 488</b>	<b>14 140</b>
<i>EBITDA marže</i>	49%	49%	45%	47%
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-9 226	-10 441	-9 205	-8 443
Snížení hodnoty aktiv	0	0	9	38
-----	-----	-----	-----	-----
<b>EBIT – provozní hosp. výsledek</b>	<b>3 260</b>	<b>4 737</b>	<b>4 283</b>	<b>6 062</b>
Nákladové úroky	-621	-678	-456	-162
Úrokový výnos	219	49	20	
Ostatní finanční náklady	-25	-139	-37	
Čisté kursové zisky / (ztráty) <sup>1)</sup>	191	378	108	
-----	-----	-----	-----	-----
<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>3 024</b>	<b>4 347</b>	<b>3 918</b>	<b>5 900</b>
Daň z příjmu	-754	-1 018	-1 362	-1 618
-----	-----	-----	-----	-----
<b>Hosp. výsledek skupiny bez menšinových podílů</b>	<b>2 270</b>	<b>3 329</b>	<b>2 556</b>	<b>4 282</b>
Menšinový hospodářský výsledek	7	2	1	0
-----	-----	-----	-----	-----
<b>Hospodářský výsledek po zdanění</b>	<b>2 277</b>	<b>3 331</b>	<b>2 557</b>	<b>4 282</b>
<i>Hospodářský výsledek na akcii</i>	14,13	20,68	15,87	26,58

P VIII Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát Telefónica O2 Czech Republic

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT – rozdělení po konsolidačních úpravách	meziročně 03/02 %	meziročně 04/03 %	meziročně 05/04 %
Výnosy	-3,1%	20,7%	-1,0%
Provozní náklady vyjma odpisů	1,5%	19,3%	1,0%
-----	-----	-----	-----
<b>EBITDA – provozní hosp. výsledek před odpisy</b>	<b>-7,9%</b>	<b>22,3%</b>	<b>-3,3%</b>
<i>EBITDA marže</i>	-4,9%	1,3%	-2,3%
-----	-----	-----	-----
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	2,7%	7,0%	-14,6%
Snížení hodnoty aktiv	9361,0%	-99,4%	2151,8%
-----	-----	-----	-----
<b>EBIT - provozní hosp. výsledek</b>	<b>-175,1%</b>	<b>-260,8%</b>	<b>10,2%</b>
-----	-----	-----	-----
Nákladové úroky	-26,5%	18,7%	-39,5%
Úrokový výnos	7,5%	-72,2%	-42,5%
Ostatní finanční náklady	-31,7%	100,0%	165,9%
Čisté kursové zisky / (ztráty)	-245,2%	-350,0%	-71,7%
-----	-----	-----	-----
<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>-205,6%</b>	<b>-226,5%</b>	<b>7,2%</b>
-----	-----	-----	-----
Daň z příjmu	-353,0%	-150,9%	3,0%
-----	-----	-----	-----
<b>Hosp. výsledek skupiny bez menšinových podílů</b>	<b>-139,8%</b>	<b>-440,8%</b>	<b>9,1%</b>
-----	-----	-----	-----
Menšinový hospodářský výsledek	-39,2%	-90,3%	-66,7%
-----	-----	-----	-----
<b>Hospodářský výsledek po zdanění</b>	<b>-138,6%</b>	<b>-447,4%</b>	<b>9,0%</b>
<i>Hospodářský výsledek na akcii</i>	-138,6%	-447,4%	9,0%

P IX Výkaz zisků a ztrát – pevná síť Telefónica O2 Czech Republic

<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT – PEVNÁ SÍŤ (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Výnosy	38 791	36 026	33 660	31 979
Provozní náklady vyjma odpisů	-19 216	-18 945	-16 966	-16 656
-----	-----	-----	-----	-----
<b>EBITDA – provozní hosp. výsledek před odpisy</b>	<b>19 575</b>	<b>17 081</b>	<b>16 694</b>	<b>15 323</b>
<i>EBITDA marže</i>	50%	47%	50%	48%
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-16 641	-16 655	-15 125	-12 542
Snížení hodnoty aktiv	-105	-9 934	-56	-465
-----	-----	-----	-----	-----
<b>EBIT – provozní hosp. výsledek</b>	<b>2 829</b>	<b>-9 508</b>	<b>1 513</b>	<b>2 316</b>

P X Výkaz zisků a ztrát – mobilní síť Telefónica O2 Czech Republic

<b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT – MOBILNÍ SÍŤ (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Výnosy	14 065	15 168	28 123	29 177
Provozní náklady vyjma odpisů	-7 490	-8 159	-15 356	-15 999
-----	-----	-----	-----	-----
<b>EBITDA – provozní hosp. výsledek před odpisy</b>	<b>6 575</b>	<b>7 009</b>	<b>12 767</b>	<b>13 178</b>
<i>EBITDA marže</i>	47%	46%	45%	45%
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-2 316	-2 823	-5 720	-5 266
Snížení hodnoty aktiv	0	0		-796
-----	-----	-----	-----	-----
<b>EBIT – provozní hosp. výsledek</b>	<b>4 259</b>	<b>4 186</b>	<b>7 047</b>	<b>7 116</b>

P XI Struktura výnosů Telefónica O2 Czech Republic

<b>VÝNOSY – PEVNÁ SÍŤ (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Hovorné</b>	<b>16 847</b>	<b>13 136</b>	<b>9 708</b>	<b>7 285</b>
- PSTN	13 663	9 879	7 017	5 332
- ISDN	3 184	3 257	2 691	1 953
<b>Stálé poplatky za přístup do sítě</b>	<b>11 801</b>	<b>12 187</b>	<b>11 828</b>	<b>11 154</b>
- PSTN	10 576	10 462	10 021	9 547
- ISDN	1 225	1 725	1 807	1 607
<b>Poplatky za zřizování</b>	<b>317</b>	<b>546</b>	<b>520</b>	<b>702</b>
- PSTN	217	455	445	671
- ISDN	100	91	75	31
<b>Internet a datové služby</b>	<b>2 806</b>	<b>3 301</b>	<b>3 684</b>	<b>4 558</b>
- Internet	429	573	586	523
- Datové služby	1 342	1 582	1 650	1 735
- ADSL	0	146	484	1 413
- ostatní telekomunikační služby <sup>4)</sup>	1 035	1 000	964	887
<b>Výnosy z propojení</b>	<b>2 593</b>	<b>3 137</b>	<b>3 832</b>	<b>4 723</b>
- od zahraničních operátorů	1 492	1 629	1 832	2 650
- od tuzemských operátorů	1 101	1 508	2 000	2 073
<b>Pronajaté okruhy</b>	<b>2 680</b>	<b>2 725</b>	<b>2 785</b>	<b>2 661</b>
<b>Prodej zařízení a materiálu</b>	<b>514</b>	<b>301</b>	<b>380</b>	<b>447</b>
<b>Zisky z prodeje dlouhodobého majetku</b>		<b>104</b>	<b>245</b>	<b>116</b>
<b>Ostatní výnosy</b>	<b>1 437</b>	<b>787</b>	<b>1 073</b>	<b>748</b>
=====	=====	=====	=====	=====
<b>Celkové výnosy</b>	<b>38 995</b>	<b>36 224</b>	<b>34 055</b>	<b>32 394</b>
<b>VÝNOSY – MOBILNÍ SÍŤ (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Hovorné	13 033	12 770	11 736	11 384
Stálé poplatky za přístup do sítě	4 994	4 823	5 326	5 888
Poplatky za zřizování	801	379	112	83
SMS, MMS, internet, data & VAS	3 006	3 311	3 832	4 648
Výnosy z propojení od zahraničních operátorů	1 397	1 610	1 608	1 519
Výnosy z propojení od domácích operátorů	4 439	5 095	5 016	4 536
Prodej zařízení a materiálu	1 088	1 042	1 661	1 517
Ostatní výnosy	42	48	145	13
=====	=====	=====	=====	=====
<b>Celkové výnosy</b>	<b>28 800</b>	<b>29 078</b>	<b>29 436</b>	<b>29 588</b>
Výnosy pevné sítě před konsolidačními úpravami	38 995	36 224	34 055	32 394
Výnosy mobilní sítě před konsolidačními úpravami	28 800	29 078	29 436	29 588
Úprava podle akciového podílu	-14 112	-12 995	0	0
Úprava z konsolidace	-827	-1 114	-1 708	-826
=====	=====	=====	=====	=====
<b>Celkové konsolidované výnosy</b>	<b>52 856</b>	<b>51 193</b>	<b>61 783</b>	<b>61 156</b>

P XII Struktura nákladů Telefónica O2 Czech Republic

<b>PROVOZNÍ NÁKLADY – PEVNÁ SÍŤ</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Platby zahraničním operátorům	1 189	1 201	1 791	2 487
Platby tuzemským operátorům	2 748	3 545	2 834	2 448
Náklady na prodaný materiál a zboží	563	341	575	442
Provize a subdodávky	548	290	457	473
Osobní náklady	6 768	6 899	5 892	5 590
Spotřeba materiálu a energie	1 338	1 051	901	890
Opravy a údržba	2 019	1 899	1 852	1 714
Marketingové náklady	565	614	554	577
Nájemné a náklady na provoz nemovitostí	654	542	575	535
Poradenské služby	542	296	425	331
Ostatní provozní náklady	2 905	3 980	2 445	2 240
<b>Celkové provozní náklady</b>	<b>19 839</b>	<b>20 658</b>	<b>18 301</b>	<b>17 727</b>
<b>PROVOZNÍ NÁKLADY – MOBILNÍ SÍŤ</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Platby zahraničním operátorům	1 469	1 482	1 570	1 629
Platby tuzemským operátorům	3 665	4 036	4 011	4 344
Náklady na prodaný materiál a zboží	2 382	2 381	3 298	3 145
Provize a subdodávky	265	241	371	633
Osobní náklady	1 558	1 608	1 715	2 177
Spotřeba materiálu a energie	713	625	661	553
Opravy a údržba	729	947	956	935
Marketingové náklady	1 573	1 304	1 179	1 098
Nájemné a náklady na provoz nemovitostí	835	773	754	768
Poradenské služby	637	478	261	169
Ostatní provozní náklady	1 261	1 005	1 062	1 285
<b>Celkové provozní náklady</b>	<b>15 087</b>	<b>14 880</b>	<b>15 838</b>	<b>16 736</b>
Náklady pevné sítě před konsolidačními úpravami	19 839	20 658	18 301	17 727
Náklady mobilní sítě před konsolidačními úpravami	15 087	14 880	15 838	16 736
Úprava podle akciového podílu	-7 393	-6 410	0	0
Úprava z konsolidace	-827	-2 024	-1 817	-1 808
<b>Celkové konsolidované provozní náklady</b>	<b>26 706</b>	<b>27 104</b>	<b>32 322</b>	<b>32 655</b>

P XIII Konsolidovaný přehled peněžních toků Telefónica O2 Czech Republic

<b>KONSOLIDOVANÝ PŘEHLED CASH FLOW (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Placené úroky	-2 910	-2 186	-1 248	-889
Přijaté úroky	1 078	1 070	75	47
Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost	-1 698	-2 154	-2 655	-3 262
<b>Čistý peněžní tok z běžné činnosti</b>	<b>22 446</b>	<b>20 885</b>	<b>24 985</b>	<b>23 656</b>
Pořízení hmotného dlouhodobého majetku	-9 059	-5 608	-5 612	-4 044
Pořízení nehmotného dlouhodobého majetku	-2 032	-920	-508	-1 156
Pořízení majetkové účasti	0	-29 220	0	0
Nákup cenných papírů	-6 898	-357	0	0
Prodej hmotného dlouhodobého majetku	356	510	618	235
Prodej cenných papírů	2 911	7 078	265	184
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-14 722</b>	<b>-28 517</b>	<b>-5 237</b>	<b>-4 781</b>
<b>Volné peněžní toky I <sup>1)</sup></b>	<b>11 711</b>	<b>14 867</b>	<b>19 483</b>	<b>18 691</b>
<b>Volné peněžní toky II <sup>2)</sup></b>	<b>13 543</b>	<b>15 983</b>	<b>20 656</b>	<b>19 533</b>
Čistý peněžní tok před financováním	7 724	-7 632	19 748	18 875
<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-4 586</b>	<b>2 282</b>	<b>-23 911</b>	<b>-15 813</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty získané při nákupu majetkové účasti	0	1 688	0	0
Vliv pohybu měnových kurzů	5	6	-6	-4
<b>Čistá změna stavu peněz a peněžních zůstatků</b>	<b>3 138</b>	<b>-3 662</b>	<b>-4 163</b>	<b>3 062</b>

<sup>1)</sup> Čisté cash flow z běžné činnosti + čisté cash flow z investiční činnosti vyjma cenných papírů a pořízení majetkové účasti.

<sup>2)</sup> Čisté cash flow z běžné činnosti vyjma placených úroků + čisté cash flow z investiční činnosti vyjma cenných papírů, pořízení majetkové účasti a přijatých úroků.



P XIV Horizontální analýza peněžních toků Telefónica O2 Czech Republic

KONSOLIDOVANÝ PŘEHLED CASH FLOW	meziročně 03/02 %	meziročně 04/03 %	meziročně 05/04 %
Placené úroky	-24,9%	-42,9%	-28,8%
Přijaté úroky	-0,7%	-93,0%	-37,3%
Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost	26,9%	23,3%	22,9%
<b>Čistý peněžní tok z běžné činnosti</b>	<b>-7,0%</b>	<b>19,6%</b>	<b>-5,3%</b>
Pořízení hmotného dlouhodobého majetku	-38,1%	0,1%	-27,9%
Pořízení nehmotného dlouhodobého majetku	-54,7%	-44,8%	127,6%
Pořízení majetkové účasti	n.m.	n.m.	n.m.
Nákup cenných papírů	-94,8%	n.m.	n.m.
Prodej hmotného dlouhodobého majetku	43,3%	21,2%	-62,0%
Prodej cenných papírů	143,1%	-96,3%	-30,6%
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>93,7%</b>	<b>-81,6%</b>	<b>-8,7%</b>
<b>Volné peněžní toky I <sup>1)</sup></b>	<b>26,9%</b>	<b>31,0%</b>	<b>-4,1%</b>
<b>Volné peněžní toky II <sup>2)</sup></b>	<b>18,0%</b>	<b>29,2%</b>	<b>-5,4%</b>
Čistý peněžní tok před financováním	-198,8%	-358,8%	-4,4%
<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-149,8%</b>	<b>-1147,8%</b>	<b>-33,9%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty získané při nákupu majetkové účasti	n.m.	n.m.	n.m.
Vliv pohybu měnových kurzů	20,0%	-200,0%	-33,3%
<b>Čistá změna stavu peněz a peněžních zůstatků</b>	<b>-216,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>-173,6%</b>

<sup>1)</sup> Čisté cash flow z běžné činnosti + čisté cash flow z investiční činnosti vyjma cenných papírů a pořízení majetkové účasti.

<sup>2)</sup> Čisté cash flow z běžné činnosti vyjma placených úroků + čisté cash flow z investiční činnosti vyjma cenných papírů, pořízení majetkové účasti a přijatých úroků.

P XV Výpočet výkonnostních ukazatelů

v mil. Kč	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
EBIT	7088	3260	-5322	4737	8560	4283	9432	6062
EAT	4276	2277	-1650	3331	5732	2557	6249	4282
Aktiva celkem	156351	145424	155191	143313	134661	128302	124211	126810
Krátkodobá aktiva	25141	21018	15107	12215	10206	10989	12904	21005
Zásoby	1409	1046	1100	916	713	596	716	583
Finanční majetek	15301	10605	4926	1371	675	1048	3639	11364
Vlastní kapitál	111272	94500	88529	88016	88699	91505	94975	84772
Cizí kapitál	45034	50891	66653	55290	45956	36797	29236	42038
Krátkodobé závazky	12513	16252	20021	6567	8671	6998	5477	2864
Výnosy	52856	25410	51194	31143	61783	30019	61156	30131
Nákladové úroky	-1416	-621	-1041	-678	-1236	-456	-748	-162
Dividenda	0		19360		5476		0	
Počet akcií	32,209	32,209	32,209	32,209	32,209	32,209	32,209	32,209

Ukazatele	výpočtový vzorec
ROA	EBIT / Aktiva celkem
ROE	EAT / Vlastní kapitál
ROS	EBIT / Výnosy
Obrat aktiv	Výnosy / Aktiva celkem
Celková zadluženost	Cizí kapitál / Aktiva celkem
Likvidita III. stupně	Krátkodobá aktiva / Krátkodobé závazky
Likvidita II. stupně	(Krátkodobá aktiva – Zásoby) / Krátkodobé závazky
Likvidita I. stupně	Finanční majetek / Krátkodobé závazky
EPS	EAT / Počet akcií
DPS	Dividenda / Počet akcií

Ukazatele	2002	1H 2003	2003	1H 2004	2004	1H 2005	2005	1H 2006
ROA	4,53%	2,24%	-3,43%	3,31%	6,36%	3,34%	7,59%	4,78%
ROE	3,84%	2,41%	-1,86%	3,78%	6,46%	2,79%	6,58%	5,05%
ROS	13,41%	12,83%	-10,4%	15,21%	13,85%	14,27%	15,42%	20,12%
Obrat aktiv	0,338	0,175	0,330	0,217	0,459	0,234	0,492	0,238
Celková zadluženost	28,8%	35,0%	42,9%	38,6%	34,1%	28,7%	23,5%	33,2%
Likvidita III. stupně	2,009	1,293	0,755	1,860	1,177	1,570	2,356	7,334
Likvidita II. stupně	1,897	1,229	0,700	1,721	1,095	1,485	2,225	7,131
Likvidita I. stupně	1,223	0,653	0,246	0,209	0,078	0,150	0,664	3,968
EPS	132,75	70,69	-51,22	103,41	177,96	79,38	194,01	132,94
DPS	0		601,07		170,01		0	

P XVI Výpočet ukazatele EVA

<b>VÝPOČET NOA (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>134 146</b>	<b>154 116</b>	<b>129 243</b>	<b>115 610</b>
(+) Snížení hodnoty	0	9 316	56	462
(+) Leasing	2 936	4 716	4 732	4 201
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	<b>670</b>	<b>-13 761</b>	<b>-6 938</b>	<b>4 348</b>
Zásoby	1 409	1 100	713	716
Pohledávky	8 431	9 081	8 818	8 549
Peníze a peněžní ekvivalenty	15 301	4 926	675	3 639
(-) Neúročené krátkodobé závazky	24 471	28 868	17 144	8 556
<b>NOA</b>	<b>131 816</b>	<b>140 355</b>	<b>122 305</b>	<b>119 958</b>

<b>VÝPOČET NOPAT (v mil. Kč)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>6 110</b>	<b>-6 450</b>	<b>8 157</b>	<b>8 748</b>
(-) Neobvyklé zisky	11 647	8 251	6 324	4 560
(+) Nákladové úroky	1 416	1 041	1 236	748
(+) Náklad na leasing	164	217	251	160
<b>Upravený hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>-3 957</b>	<b>-13 443</b>	<b>3 320</b>	<b>5 096</b>
Rozdíl HV původního a upraveného	10 067	6 993	4 837	3 652
Původně placená daň	1 885	-4 769	2 428	2 500
Dodatečně vypočtená daň	-3 120	-2 167	-1 354	-949
<b>NOPAT</b>	<b>-2 722</b>	<b>-6 507</b>	<b>2 246</b>	<b>3 545</b>

<b>NÁKLADY NA LEASING</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Odhad úrokové sazby na leasing v % <sup>1)</sup>	5,6	4,6	5,3	3,8

<b>DAŇOVÁ SAZBA</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Výše v %	31	31	28	26

<b>EVA = NOPAT – WACC . NOA</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
NOA	131 816	140 355	122 305	119 958
NOPAT	-2 722	-6 507	2 246	3 545
WACC <sup>2)</sup>	0,085	0,085	0,082	0,079
<b>EVA</b>	<b>-13 926,4</b>	<b>-18 437,2</b>	<b>-7 783,01</b>	<b>-5 931,68</b>

<sup>1)</sup> Dlouhodobé státní dluhopisy (10 let) – daňový štít

<sup>2)</sup> Zdroj: Wood & Company estimates