

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

FAKULTA EKONOMICKÁ

Diplomová práce

Oceňování akcií s využitím fundamentální analýzy

Stock Valuation Using Fundamental Analysis

Václav Samek

Plzeň 2013

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma

„Oceňování akcií s využitím fundamentální analýzy“

vypracoval samostatně pod odborným dohledem vedoucího diplomové práce za použití pramenů uvedených v příložené bibliografii.

V Plzni, dne ...

.....
podpis autora

Poděkování

Tímto děkuji vedoucímu práce panu RNDr. Mikuláši Gangurovi, Ph.D. za jeho vstřícný přístup a odborné rady, kterými přispěl k vypracování této diplomové práce.

Václav Samek

Obsah

Úvod	- 6 -
1 Fundamentální analýza akcií	- 8 -
1.1 Akciové analýzy	- 8 -
1.2 Vývoj fundamentální analýzy	- 9 -
1.3 Metodika fundamentální analýzy	- 10 -
1.4 Proces valuace akcií	- 11 -
2 Analýza prostředí	- 15 -
2.1 Globální makroekonomická analýza	- 15 -
2.2 Odvětvová analýza	- 17 -
2.3 Stanovení tržního podílu	- 20 -
2.4 Prognóza vývoje tržeb	- 23 -
3 Fundamentální modely oceňování akcií	- 25 -
3.1 Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)	- 25 -
3.1.1 Náklady na cizí kapitál	- 27 -
3.1.2 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	- 28 -
3.2 Metody diskontovaných peněžních toků	- 31 -
3.2.1 Metoda volných peněžních toků do firmy (FCFF)	- 31 -
3.2.2 Dividendové modely oceňování	- 38 -
3.3 Ukazatele relativního oceňování	- 44 -
3.3.1 Ukazatel Price-To-Earnings	- 44 -
3.3.2 Ukazatel Price-To-Sales	- 46 -
4 Oceňování akcií společnosti AT&T Inc.	- 47 -
4.1 Představení společnosti AT&T Inc.	- 47 -
4.2 Prognóza indikátorů americké ekonomiky	- 49 -
4.3 Poptávka v telekomunikačním odvětví	- 51 -
4.4 Odhad tržního podílu AT&T Inc.	- 54 -
4.4.1 Analýza atraktivity trhu	- 54 -
4.4.2 Analýza vnitřního potenciálu	- 60 -
4.4.3 Analýza perspektivnosti společnosti	- 68 -
4.5 Determinace diskontní míry	- 71 -
4.6 Aplikace metod diskontovaných peněžních toků	- 74 -
4.6.1 Ocenění akcií AT&T Inc. – metoda FCFF	- 74 -
4.6.2 Ocenění akcií AT&T Inc. – Gordonův model	- 79 -
4.7 Relativní modely oceňování akcií AT&T Inc.	- 83 -
5 Analýza výstupů fundamentální analýzy	- 87 -
5.1 Zhodnocení použitých metod fundamentální analýzy	- 87 -
5.2 Srovnání výsledků s reálným tržním oceněním	- 91 -
Závěr	- 95 -
Seznam tabulek	- 97 -
Seznam obrázků	- 99 -
Seznam zkratk	- 100 -
Seznam literatury	- 101 -
Seznam příloh	- 105 -

Úvod

Po celém světě si tisíce analytiků, investorů, portfolio-manažerů fondů a dalších účastníků kapitálového trhu klade otázku: „Jaké je správné ocenění daného akciového titulu?“ Odpověď na tuto otázku není jednoznačná. Při oceňování akcií hraje významnou roli především výběr metodiky, správnost a interpretace vstupních dat, predikční schopnosti analytika apod. Každé analytické centrum volí do jisté míry vlastní individuální přístup v rámci procesu oceňování, z čehož pramení neshody v cílových cenách zveřejňovaných mnohými finančními institucemi. Ačkoliv existuje mnoho přístupů k oceňování akcií, cílem každého investora zůstává nalezení nejlepších investičních příležitostí na trhu.

V historii se vyvinulo několik základních metod, které se využívají při oceňování akcií na kapitálovém trhu. Historicky nejprověřenějším a nejucelenějším přístupem je fundamentální analýza, jejímž primárním cílem je nalezení vnitřní hodnoty akcie, tzv. *Intrinsic Value*. Vnitřní hodnota akcie odráží současnou hodnotu všech očekávaných peněžních toků pro držitele akcií. Metodika fundamentální analýzy bere v úvahu vývoj makroekonomického prostředí, sílu odvětví, konkurenční pozici firmy na trhu, finanční výkonnost a interní potenciál společnosti atd.

Tato diplomová práce řeší problematiku oceňování akcií americké telekomunikační společnosti AT&T Inc., přičemž využívá metodiku a nástroje fundamentální analýzy. Struktura diplomové práce se skládá z pěti hlavních kapitol, z nichž první tři představují teoretickou část. Čtvrtá a pátá kapitola tvoří praktickou část práce, která aplikuje teoretické poznatky popsané v prvních třech kapitolách.

Hlavním cílem diplomové práce je ocenit akcie společnosti AT&T Inc. na kapitálovém trhu s využitím nástrojů fundamentální analýzy a srovnat dosažené výsledky s reálným tržním oceněním. Dílčími cíli práce, které slouží k naplnění hlavního cíle, jsou

- charakterizovat metody využívané při oceňování akcií na kapitálovém trhu s přihlédnutím k fundamentální analýze,
- identifikovat makroekonomické indikátory, odvětvové a interní faktory prostředí a definovat jejich vztah s očekávaným růstem a finanční výkonností AT&T Inc.,
- vymežit modely fundamentální analýzy pro účely oceňování akcií AT&T Inc.,

- aplikovat vybrané modely fundamentální analýzy na akcie společnosti AT&T Inc. v návaznosti na výstupy z analýzy prostředí,
- interpretovat výsledky fundamentální analýzy s ohledem na výhody a nevýhody použitých modelů.

První kapitola se zaměřuje na vymezení fundamentální analýzy v rámci metod využívaných při oceňování akcií na kapitálovém trhu. Tato část rovněž definuje pojem vnitřní hodnota akcie a popisuje podstatu a historický vývoj fundamentální analýzy. Obsahem závěrečné části kapitoly je komplexní schéma procesu oceňování akcií, který je aplikován v této práci.

Druhá kapitola shrnuje teoretické poznatky týkající se analýzy externího a interního prostředí společnosti ve vztahu k fundamentální analýze akcií. Tato část se dále zabývá postupem při hledání statistické závislosti mezi makroekonomickými indikátory a poptávkou po zboží a službách v odvětví. Součástí kapitoly je rovněž vytvoření teoretického rámce pro analýzu atraktivity trhu, vnitřního potenciálu a celkové perspektivnosti společnosti. Tyto analýzy slouží k odhadu tržního podílu a prognóze tržeb společnosti AT&T Inc.

Ve třetí kapitole jsou charakterizovány metody diskontovaných peněžních toků a relativního oceňování akcií. Mezi vybrané diskontní modely patří Gordonův dividendový model a model volných peněžních toků do firmy. Metoda relativního oceňování akcií staví na poměrových ukazatelích P/E (Price-To-Earnings) a P/S (Price-To-Sales). Tato část práce dále definuje metodiku ke stanovení diskontní sazby na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál a nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Čtvrtá kapitola navazuje na teoretické poznatky a nástroje fundamentální analýzy, které byly popsány v předešlých kapitolách. Metodika fundamentální analýzy je aplikována s cílem určit správné ocenění akcií společnosti AT&T Inc. na kapitálovém trhu. V rámci celkového procesu oceňování akcií AT&T Inc. zohledňujeme indikátory americké ekonomiky, výhled telekomunikačního odvětví, dále interní faktory výkonnosti, konkurenční pozici společnosti na trhu, parametry ovlivňující požadovanou návratnosti investice atd.

Závěrečná kapitola se zaměřuje na srovnání výsledků fundamentální analýzy s reálným tržním oceněním akcií AT&T Inc. a interpretaci výsledků s ohledem na výhody a nevýhody použitých analytických metod.

1 Fundamentální analýza akcií

Tato kapitola se zabývá vymezením přístupů, které se využívají při oceňování akcií na kapitálovém trhu. Ze zadání a cílů diplomové práce vyplývá, že za výchozí metodu při valuaci akcií zvolíme fundamentální analýzu.

S cílem objasnit podstatu fundamentální analýzy se v úvodu této části zaměříme na

- historický vývoj fundamentální analýzy,
- metodiku fundamentální analýzy a vymezení pojmu “vnitřní hodnota akcie“,
- stanovení celkového procesu při oceňování akcií vybrané akciové společnosti.

1.1 Akciové analýzy

Analytici se v současném, extrémně dynamickém prostředí akciových trhů opírají o tři základní druhy oceňovacích analýz, na základě kterých sestavují prognózy budoucího vývoje akciových trhů. Mezi základní přístupy předpokládající existenci nesprávně oceněných aktiv na trhu patří zejména fundamentální, technická a psychologická analýza. [12]

Technická analýza vychází z rozboru vývoje historických cen, zobchodovaných objemů akcií a hledání opakujících se grafických formací pomocí statistických metod. V souvislosti s enormním rozvojem krátkodobých spekulativních obchodů, které umožňují velmi vyspělé informační technologie, se technická analýza v posledních letech stala široce uplatňovaným přístupem. Technickou analýzu lze rovněž využít k potvrzení výstupů fundamentální analýzy a načasování vstupu do pozice. [12]

Psychologická analýza má nejširší uplatnění při iracionálních reakcích účastníků trhu na významné globální či firemní události, které tržní ceny krátkodobě vychylují od fundamentálních hodnot. K těmto hodnotám se posléze vracejí. [12]

Fundamentální analýza si klade za cíl stanovit vnitřní hodnotu akcie, přičemž bere v úvahu makroekonomické prostředí, vývoj odvětví a firemních charakteristik společnosti. [9] V rámci této diplomové práce bude jediným východiskem oceňování akcií vybrané společnosti právě metodika fundamentální analýzy, kterou se budeme zabývat v následujících kapitolách.

Kombinace výše popsaných metodologických přístupů poskytuje bezesporu velmi komplexní pohled na správné ocenění akcie. Každý z těchto přístupů však vyžaduje odlišné analytické postupy, jiný druh dat a jejich účel použití. Z těchto důvodů není možné v rámci této diplomové práce zpracovat takto komplexní analýzu, která by zohledňovala výstupy všech zmíněných metod.

1.2 Vývoj fundamentální analýzy

Tato část práce si klade za cíl objasnit chování a historický vývoj akciových trhů z pohledu analytiků, kteří uplatňují fundamentální přístup při oceňování akcií.

Fundamentální analýzu lze označit za historicky nejprověřenější a nejucelenější přístup k oceňování akcií. Vznik fundamentální analýzy se datuje do konce 20. a počátku 30. let minulého století, kdy probíhala celosvětová Velké hospodářské krize. Cenová spekulativní bublina na akciových trzích, která 25. října 1929 doslova praskla, způsobila okamžitý krach některých amerických burz a vyústila v devastující světovou hospodářskou recesi. V letech 1929 až 1933 zaznamenaly americké akcie až 90% poklesy ze svých původních hodnot. [11]

Tehdejší investoři a univerzitní profesori se začali zabývat myšlenkou správného tržního ocenění akcií a teorií spekulativních cenových bublin. První vědecká práce od lektorů Benjamina Grahama a Davida L. Dodda, kterou je možné označit za průkopnické dílo fundamentální analýzy, se nazývá *Security Analysis* (1934). Za dalšího zakladatele fundamentální analýzy je považován ekonom John Burr Williams, který ve své vědecké práci *The Theory of Investment Value* (1938) konstatoval, že „kmenové akcie mají svou vnitřní hodnotu, kterou lze stanovit na základě současné hodnoty budoucích dividend na akcii“ [9, s. 14].

Fundamentální analýza se od Velké hospodářské krize rozvinula ve velmi komplexní a rozsáhlý přístup oceňování tržních aktiv. Základem metody však stále zůstává stanovení vnitřní hodnoty akcie. Benjamin Graham a David L. Dodd definují vnitřní hodnotu akcie jako „hodnotu, která je opodstatněna skutečnostmi jako například hodnota aktiv, výsledek hospodaření, výše dividend, reálný ekonomický výhled, na rozdíl od tržních kotací, které jsou zkresleny iracionálním chováním a byly vytvořeny na základě cenové manipulace.“ [4, s. 17] Z této definice vyplývá, že vnitřní hodnota akcie není závislá na vývoji tržní ceny.

Je stanovena na základě predikce budoucích peněžních toků pro vlastníky společnosti (např. v podobě dividend). [9]

Další významný propad akciových trhů následoval v polovině 70. let po dlouholetém medvědímu trhu, který táhly akcie označované za “Fifty Nifty”¹. Tyto akcie se vyznačovaly dlouhodobým ziskovým potenciálem. Investoři se domnívali, že potenciál růstu zisků a dividend je u těchto firem nevyčerpatelný. Investičním cílem bylo tyto akcie nakoupit, dlouhodobě držet a nikdy neprodávat. Ukazatele fundamentální analýzy (např. P/E indikátor) signalizovaly u “Fifty Nifty” akcií velmi nadhodnocené hodnoty v porovnání s průměrnými hodnotami indexu S&P500². V souvislosti s propadem akciových trhů na konci roku 1974, kdy se trh vracel ke svým fundamentálním hodnotám, zaznamenaly nadhodnocené akcie předních padesáti firem s největší kapitalizací na NYSE³ mnohem silnější pokles tržních cen, než byl průměr trhu vyjádřený indexem S&P500. [9]

Před prasknutím výše popsané spekulativní bubliny se investoři rozhodovali na základě silného růstu a ziskovosti firem, aniž by hlouběji zvažovali rizikovost investice. Po propadu akciových trhů se metodika fundamentální analýzy vydala novým směrem. Očekávaná návratnost investice se rozšířila o ohodnocení rizika. [9]

1.3 Metodika fundamentální analýzy

V rámci této části práce navážeme na vývoj fundamentální analýzy z předchozí podkapitoly a definujeme pojmy, které jsou důležité z hlediska hlubšího pochopení fundamentálního přístupu při oceňování akcií.

„Fundamentální analýza je výzkumná metoda, která zkoumá informace o prognózovaných ziscích, nabídce a poptávce, síle odvětví, finančním řízení a dalších vnitřních faktorech ovlivňujících tržní hodnotu akcie a potenciál růstu firmy.“ [10, s. 2] Většina krátkodobých pohybů tržních cen akcií není podložena reálnými fundamentálními základy, proto investoři využívají fundamentální analýzu k odhadu vnitřních hodnot, ke kterým by měly tržní ceny v dlouhém časovém horizontu konvergovat.

¹ Akcie firem s nejvyšší tržní kapitalizací na newyorské burze v 70. letech 20. století.

² Akciový index agentury Standard & Poor's, který zahrnuje akcie 500 největších amerických společností.

³ New York Stock Exchange – přední newyorská burza s cennými papíry.

Vnitřní hodnota akcie je stručně definována již v předchozí podkapitole. Nyní se na tento pojem zaměříme detailněji. Vnitřní hodnota akcie je v moderní literatuře definována jako „současná hodnota všech hotovostních toků zahrnující dividendy a výnosy z konečného prodeje akcií. Tyto hotovostní toky plynoucí investorovi jsou diskontované příslušnou úrokovou mírou upravenou o riziko“. [1, s. 415]

Tržní cena akcie se prakticky neustále pohybuje nad či pod úrovní její pomyslné vnitřní hodnoty. Pouze na okamžik může dojít k rovnosti tržní a teoretické vnitřní hodnoty akcie. Akcie je z pohledu fundamentální analýzy nesprávně oceněna, pokud existuje rozdíl mezi odhadovanou vnitřní a tržní hodnotou akcie. [9]

Předpokladem pro odvození vnitřní hodnoty akcie je tzv. going-concern princip, který předpokládá, že analyzovaná akciová společnost bude ve stanoveném časovém investičním horizontu pokračovat ve svém provozu. [9] Pokud je tento princip porušen, jsou výstupy z fundamentální analýzy bezcenné.

1.4 Proces valuace akcií

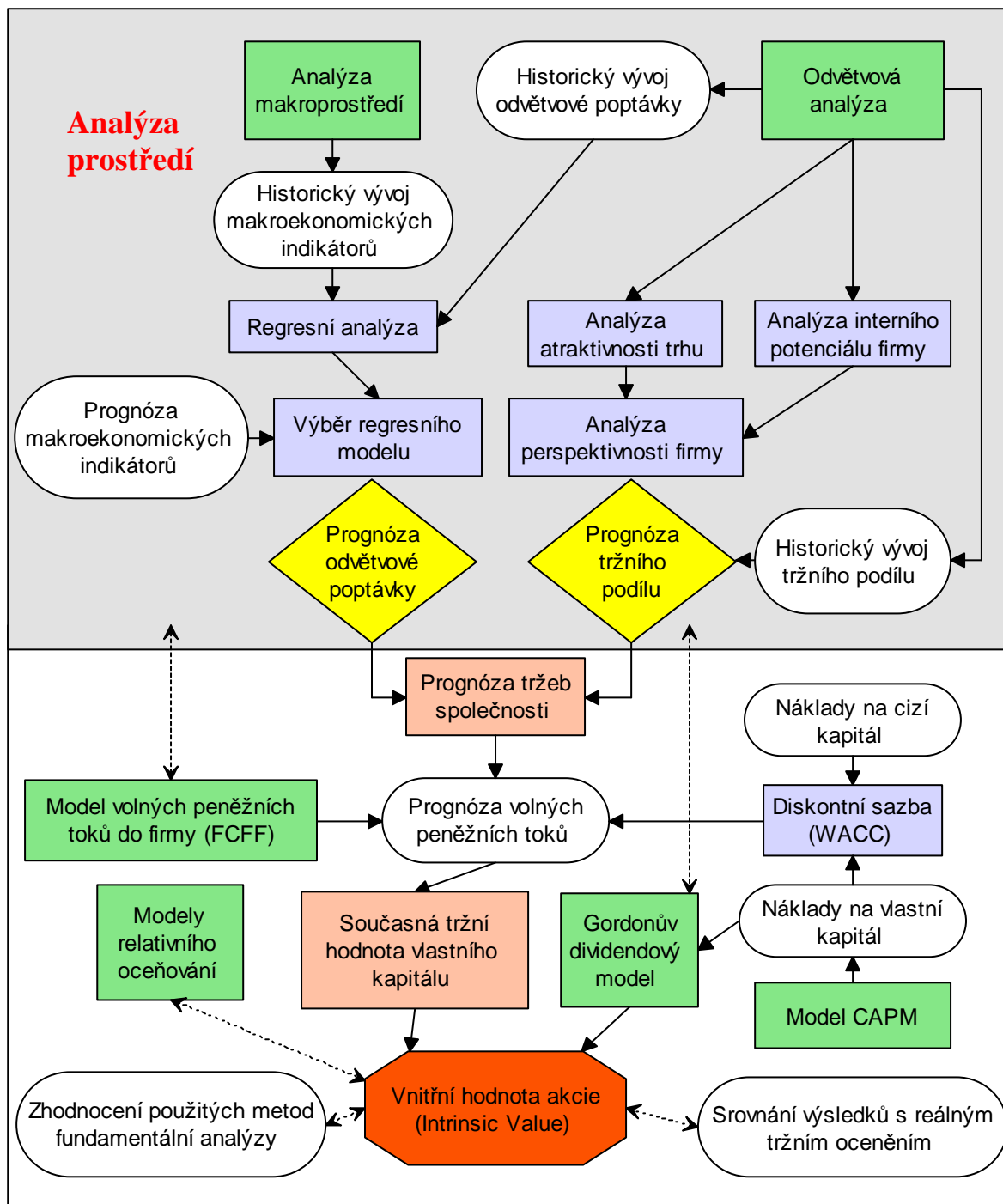
Tato podkapitola si klade za cíl strukturovaně vymežit konkrétní postup při oceňování akcií, kterého se budeme držet v průběhu celé diplomové práce.

Analytická centra se v rámci svého výzkumu neomezují pouze na jednotlivé akciové tituly. Spíše než na výnosnost jednotlivých akcií se zaměřují na maximalizaci návratnosti celkového portfolia. Oceňování jednotlivých akciových titulů je pouze dílčím krokem a investiční cíle jsou stanoveny z hlediska celkové výkonnosti a rizikovosti portfolia. [9]

Výzkum založený na plánování investiční strategie pro celkové portfolio není v rámci této diplomové práce možný. Důvodem je především enormní rozsáhlost těchto komplexních výzkumů. Rozsah této práce je omezen na fundamentální analýzu jednoho akciového titulu.

Konkrétně se zaměříme na oceňování akcií společnosti AT&T Inc. Tato společnost operuje především na telekomunikačním trhu ve Spojených státech a je zahrnuta v akciovém indexu S&P500. Za makroekonomické prostředí budeme považovat americkou ekonomiku a za odvětví telekomunikační trh.

Obr. č. 1: Celkové schéma procesu při oceňování akcií společnosti AT&T Inc.



Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek č. 1 stručně znázorňuje schéma celkového procesu při oceňování akcií v rámci této diplomové práce.

Na úvod fundamentální analýzy akcií je zapotřebí

- zpracovat s využitím dostupných zdrojů prognózu vybraných makroekonomických indikátorů americké ekonomiky,
- testovat regresní závislost mezi těmito indikátory a poptávkou po zboží a službách na americkém telekomunikačním trhu,
- zvolit vhodný regresní model pro odhad budoucí sektorové poptávky,
- zpracovat odhad vývoje tržního podílu společnosti na základě analýzy atraktivity trhu, analýzy interního potenciálu a analýzy celkové perspektivnosti společnosti,
- zpracovat prognózu tržeb společnosti AT&T Inc. na základě odhadu tržního podílu a sektorové poptávky.

Výstupy z výše popsaných analýz použijeme jako vstupní data při valuaci akcií prostřednictvím metod diskontovaných peněžních toků. S cílem určit současnou tržní hodnotu firmy a vlastního kapitálu, ze které následně odvodíme vnitřní hodnotu akcie, stanovíme diskontní sazbu na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC⁴) a nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM.

Na základě metody volných peněžních toků do firmy (FCFF⁵) oceníme současnou tržní hodnotu firmy diskontováním tzv. očekávaných “volných“ peněžních toků, které mohou být v budoucnosti potenciálně k dispozici pro vlastníky a věřitele společnosti AT&T Inc. Volné peněžní toky určíme na základě prognózy tržeb, provozní činnosti společnosti a její schopnosti generovat hotovost pro poskytovatele kapitálu. Odečtením tržní hodnoty úročeného cizího kapitálu od tržní hodnoty firmy určíme tržní hodnotu vlastního kapitálu, ze které odvodíme vnitřní cenu akcie.

Akcie společnosti AT&T Inc. jsou významným dividendovým titulem v rámci indexu S&P500. Z tohoto důvodu aplikujeme pro účely oceňování akcií AT&T Inc. rovněž Gordonův dividendový model. Diskontováním budoucí hodnoty očekávaných hotovostních toků v podobě dividend, kde diskontní sazbu představují náklady na vlastní kapitál, stanovíme

⁴ Weighted Average Cost of Capital

⁵ Free Cash Flow to the Firm

současnou tržní hodnotu vlastního kapitálu, z níž odvodíme vnitřní hodnotu akcie společnosti AT&T Inc.

Za poslední nástroj k oceňování akcií zvolíme ukazatele P/E a P/S. Tyto poměrové ukazatele slouží k posouzení správného ocenění akcií AT&T Inc. relativně vůči benchmarkovým měřítkům (např. indexu S&P500) a jiným akciovým titulům.

V závěrečné části práce srovnáme výsledky použitých modelů fundamentální analýzy s reálným tržním oceněním akcií společnosti AT&T Inc. Zároveň interpretujeme výsledky oceňovacích analýz s ohledem na výhody a nevýhody použitých modelů.

V první kapitole jsme se zaměřili především na

- vymezení metodologických přístupů využívaných při oceňování akcií na kapitálovém trhu,
- objasnění podstaty a vývoje fundamentální analýzy,
- formulaci celkového procesu oceňování akcií v rámci této diplomové práce.

2 Analýza prostředí

Analýza prostředí je prvním krokem ke stanovení vnitřní hodnoty akcie prostřednictvím modelu volných peněžních toků do firmy. Nejčastěji využívaným přístupem k analýze prostředí je tzv. top-down model. Z názvu modelu vyplývá, že postupujeme shora dolů od analýzy makroprostředí, přes odvětvovou analýzu, až po analýzu interního prostředí společnosti. [9]

2.1 Globální makroekonomická analýza

Ekonomický úspěch či neúspěch amerických společností, jejichž akcie se obchodují na kapitálovém trhu, je silně spjat s vývojem národní ekonomiky. Budoucí makroekonomický vývoj ve Spojených státech má přímý vliv na budoucí poptávku v odvětví. Změny ve vývoji poptávky po zboží a službách daného odvětví mají přímý dopad na finanční výkonnost jednotlivých společností.

Jedním z dílčích cílů práce je definovat makroekonomické indikátory americké ekonomiky, u nichž bude testována statistická závislost s vývojem poptávky v telekomunikačním odvětví. Prognózy makroekonomických indikátorů na tříleté období 2013-2015 jsou k dispozici například od renomované ratingové agentury Standard&Poor's.

Makroekonomické indikátory

Americkou ekonomiku tvoří sektory, které se vyznačují rozdílnou mírou citlivosti na vývoj makroekonomického prostředí. Sektor telekomunikací se řadí mezi odvětví s vyšší mírou závislosti. S cílem určit statistickou závislost mezi poptávkou po službách v telekomunikačním odvětví a vývojem americké ekonomiky využijeme tři makroekonomické indikátory - nominální hrubý domácí produkt (HDP), spotřební výdaje a osobní příjmy. Velmi důležité je analyzovat jednotlivé ekonomické veličiny na stejné cenové bázi. V případě této diplomové práce je třeba cenovou bázi makroekonomických indikátorů přizpůsobit sektorové poptávce a vyjádřit je v běžných cenách.

Hrubý domácí produkt (HDP)

Za nejdůležitější indikátor ekonomického vývoje je považován hrubý domácí produkt, který lze definovat jako peněžní vyjádření celkové produkce zboží a služeb vytvořené výrobními faktory na určitém území (běžně v dané zemi) za dané časové období. Zahrnuje osobní spotřebu obyvatelstva, výdaje firem na investice, vládní výdaje a čistý export. [1] Výsledky vývoje amerického HDP jsou kvartálně vyhlášovány vládní agenturou Bureau of Economic Analysis ve formě procentuální změny oproti předchozímu čtvrtletí či roku. Procentuální změna se týká reálného HDP ve stálých cenách nebo nominálního HDP v běžných cenách. [20]

Renomované agentury zpravidla zveřejňují prognózy budoucího tempa růstu reálného HDP spolu s odhadem míry inflace. Za účelem odvození prognózy nominálního HDP z těchto dvou ekonomických veličin využijeme deflátor HDP, který vyjadřuje průměrnou úroveň cenové hladiny vzhledem k bazickému roku. [22]

$$\text{Deflátor HDP}_t = \frac{\text{Nominální HDP}_t}{\text{Reálné HDP}_t} * 100 \quad (1)$$

S využitím vztahu pro výpočet deflátoru HDP lze odvodit meziroční průměrné tempo růstu cenové hladiny $I_{(t, t+1)}$. [22]

$$I_{(t, t+1)} = \left[\frac{\text{Deflátor HDP}_{t+1} - \text{Deflátor HDP}_t}{\text{Deflátor HDP}_t} \right] * 100\% \quad (2)$$

V případě, že máme k dispozici pouze prognózy reálného HDP a spotřebitelské inflace, potom lze kombinací matematických vztahů č. 1 a 2 odvodit prognózu nominálního HDP v plánovacím období.

$$\text{Nom. HDP}_{t+1} = \left[I_{(t, t+1)} * \text{Deflátor HDP}_t + \text{Deflátor HDP}_t \right] \frac{\text{Reál. HDP}_{(t+1)}}{100} \quad (3)$$

Kde

*Reál. HDP*_(t+1) ... prognóza reálného HDP v roce t+1

$I_{(t+1,t)}$... prognóza průměrné meziroční míry inflace v roce t+1

Index spotřebitelských cen (CPI⁶)

Index spotřebitelských cen je ukazatelem průměrné změny spotřebitelské cenové hladiny v ekonomice za dané období. Při výpočtu indexu CPI je aplikována metoda spotřebního koše, který zahrnuje spotřební zboží a služby nakupované průměrným americkým spotřebitelem. Americká vládní agentura Bureau of Labor Statistics vyhláší úroveň cenové hladiny každý měsíc v meziměsíčním nebo meziročním změnovém vyjádření indexu CPI. Spotřební koš, ze kterého index vychází, zahrnuje zboží a služby z mnoha ekonomických odvětví a regionů Spojených států. [21, 44] V diplomové práci využijeme prognózu meziroční změny tohoto cenového indexu k odvození budoucího tempa růstu nominálního HDP⁷.

Osobní příjmy a osobní spotřební výdaje (PCE⁸)

Vývoj osobních příjmů a výdajů lze považovat za významný faktor ovlivňující úroveň spotřebitelské poptávky. Z tohoto důvodu budeme taktéž testovat historickou závislost mezi odvětvovou poptávkou a těmito ekonomickými indikátory.

Úroveň a procentuální změna osobních příjmů a výdajů je pravidelně zveřejňována agenturou Bureau of Economic Analysis. Z historických dat je možné vyvodit vysokou citlivost spotřebitelské poptávky na změny v osobních příjmech v USA. Naopak slabou závislost vykazuje vztah mezi vývojem osobních příjmů a mírou úspor obyvatelstva. Osobní příjmy zahrnují mzdy, platy a důchodové renty, dále příjmy z pronájmu, úroky a výplaty dividend atd. Ukazatel nezahrnuje kapitálové výnosy a zisky. Údaje o osobních spotřebních výdajích domácností zahrnují spotřebu služeb, zboží dlouhodobé a krátkodobé spotřeby. Spotřební výdaje domácností tvoří v USA více než 2/3 reálného HDP. [44]

2.2 Odvětvová analýza

V rámci top-down modelu se od makroekonomického prostředí přesuneme k charakteristice odvětvové analýzy. Cílem této podkapitoly je vymezit telekomunikační trh

⁶ Consumer Price Index

⁷ Viz vzorec č. 3

⁸ Personal Consumption Expenditures

podle uspořádání NAICS⁹ a objasnit statistické přístupy, které umožní simulovat budoucí vývoj poptávky v odvětví pomocí prognóz makroekonomických indikátorů.

Odvětví zahrnuje firmy nabízející zboží nebo služby v podobě blízkých substitutů. Třídění odvětví podle uspořádání NAICS zařazuje společnosti na severoamerickém kontinentu systematicky do odvětví. Telekomunikační trh se řadí do sektoru Informační zdroje - 51 a subsektoru Telekomunikace - 517. [32]

Na základě dat ze sektoru telekomunikací vymezeného podle NAICS bude možné provádět statistické analýzy v rámci této diplomové práce.

Prognóza sektorové poptávky

Prognóza vývoje poptávky v odvětví je založena na statistické závislosti mezi historickým vývojem makroekonomických indikátorů (vysvětlujících proměnných) a úrovní poptávky v telekomunikačním sektoru (vysvětlované proměnné). Při hledání kvalitního modelu aplikujeme metodu regresní analýzy. [8]

Při hledání regresního modelu využijeme vícenásobnou regresi, přičemž zvolíme lineární trend. Lineární funkce je neohebná a prokládá budoucí trend středem. Z toho důvodu se odchylky při výkyvech mohou vykompenzovat. Lineární trend je často doporučovaným statistickým aparátem při predikci budoucího vývoje. [8] Jak již bylo zmíněno, za vysvětlující proměnné budeme považovat nominální HDP, osobní spotřebitelské výdaje a osobní příjmy. Zjištěné regresní modely podrobíme důkladným statistickým testům kvality.

Testování regresního modelu

Regresní analýza bude provedena prostřednictvím tabulkového kalkulátoru Excel, který umožňuje posuzovat kvalitu regresního modelu na základě koeficientu determinace, F–testu statistické významnosti a t-testu regresních parametrů. [8]

⁹ North American Industry Classification System (systém třídění firem na severoamerickém kontinentu do odvětví)

Koeficient determinace

Koeficient determinace podává informace o kvalitě regresního modelu. Jinými slovy řečeno, koeficient determinace určuje, jaký podíl rozptylu vysvětlované proměnné je vysvětlen modelem. Hodnoty koeficientu nabývají hodnot od nuly do jedné, přičemž hodnoty v blízkosti jedné signalizují významnou kvalitu závislosti. [8]

F-test

Prostřednictvím F-testu ověřujeme statistickou významnost regresního modelu jako celku. Vycházíme z hypotézy, že všechny regresní koeficienty se rovnají nule. V případě, že nulovou hypotézu nezamítneme (tzn. žádná změna hodnoty nezávisle proměnné neovlivní hodnotu závisle proměnné), budeme model považovat za statisticky nevýznamný a nepoužijeme ho při prognóze trendu. Pokud má být model statisticky významný, musí být F-hodnota nižší než stanovená hladina významnosti¹⁰. Hladina významnosti se standardně volí na úrovni 5%. [8]

t-test regresorů

S využitím t-testu určíme kvalitu regresních koeficientů. Vycházíme z hypotézy, že regresní koeficient se rovná nule. V tabulkovém kalkulátoru Excel lze kvalitu koeficientu posoudit na základě jeho P-hodnoty, která musí být nižší než požadovaná hladina významnosti. Pokud je P-hodnota vyšší než tato hladina významnosti, budeme považovat regresní koeficient za statisticky nevýznamný a bude vhodnější ho z regresního modelu vyloučit. P-hodnota indikuje nejmenší hladiny významnosti, na nichž lze hypotézy o nulových regresních koeficientech zamítnout. [8]

Statistická nevýznamnost regresního koeficientu je často způsobena přílišnou komplikovaností modelu nebo nedostatkem dat. Toto jsou důvody, proč je vhodnější volit jednodušší regresní modely, které se obecně vyznačují vyšší schopností predikovat budoucí trendy. [8]

¹⁰ Stanovená hladina významnosti určuje pravděpodobnost, že nulová hypotéza bude zamítnuta, přestože ve skutečnosti platí.

Výběr regresního modelu

Při testování kvality závislosti budeme zpočátku analyzovat model založený na metodě vícenásobné regrese se třemi výše definovanými nezávislými proměnnými (nominálním HDP, spotřebními výdaji a osobními příjmy). V případě, že tento regresní model nevyhoví podmínkám t-testu na hladině významnosti 5%, eliminujeme nevyhovující regresor a přistoupíme k vícenásobné regresi se dvěma nezávislými proměnnými. Pokud ani tento model nesplní podmínky testování, vyloučíme nevyhovující regresor a provedeme výpočty na základě jednoduché regrese. V závěru zvolíme takový model, který se vyznačuje velmi vysokou kvalitou závislosti na základě indexu determinace. [8]

S využitím vybraného regresního modelu kvantifikujeme úroveň a tempo růstu tržeb v telekomunikačním sektoru v letech 2013-2015. Za vysvětlující proměnné dosadíme prognózované hodnoty příslušných ekonomických indikátorů od ratingové agentury Standard&Poor's.

2.3 Stanovení tržního podílu

V předchozích částech práce jsme určili postup při determinaci tempa růstu poptávky v americkém telekomunikačním odvětví. Tržby společnosti AT&T Inc. ovšem porostou stejným tempem jako tržby v odvětví pouze za předpokladu, že společnost udrží tržní podíl na úrovni z roku 2012. Abychom byli schopni predikovat tržby společnosti, musíme spolu s odhadem tempa růstu trhu vypracovat prognózu tržních podílů na plánovací období 2013-2015.

Na rozdíl od míry růstu tržeb v odvětví, která se opírá o prognózy makroekonomických indikátorů od ratingové agentury Standard&Poor's, vyjdeme při prognóze tržních podílů z kvalitativního rozboru odvětvových (analýza atraktivity trhu) a firemních fundamentálních faktorů (analýza vnitřního potenciálu). Dále zohledníme historický vývoj tržních podílů společnosti AT&T Inc. [8]

Analýza atraktivity trhu

V rámci analýzy atraktivity trhu provedeme kvalitativní rozbor hlavních faktorů, které ovlivňují poptávku po službách společnosti. Vybrané faktory bodově ohodnotíme¹¹ a přiřadíme váhy¹² podle míry vlivu na budoucí možnosti prodeje. Na základě součtu součinů udělených bodů a vah, které vydělíme maximálně možným počtem bodů s ohledem na přidělené váhy, získáme procentuální vyjádření atraktivity trhu. Hodnocení okolo 50% představuje průměrné ocenění atraktivity trhu. [8]

Výsledek analýzy atraktivity trhu bude prvním informačním vstupem do matice celkové perspektivnosti společnosti AT&T Inc., na základě které posoudíme vývoj tržních podílů. V rámci analýzy atraktivity trhu rovněž identifikujeme klíčové příležitosti a hrozby s podstatným vlivem na tržní podíl společnosti. [8]

Za klíčové faktory atraktivity trhu považujeme zejména

- růst a velikost trhu,
- rentabilitu v odvětví,
- intenzitu konkurence v odvětví,
- vstupní bariéry do odvětví,
- vyjednávací sílu zákazníků a dodavatelů,
- možnosti substituce služeb,
- tržní příležitosti na poli technologických inovací. [8]

¹¹ Bodové ohodnocení je v intervalu 0-6 bodů, přičemž hodnota 0 představuje velmi negativní hodnocení, 3 průměrné a 6 velmi pozitivní.

¹² Váhy jednotlivých faktorů nabývají hodnot od 1-3. Hodnota 1 indikuje malý a hodnota 3 velký vliv faktoru na poptávku a možnosti prodeje společnosti.

Vnitřní potenciál firmy

Trh může být z hlediska tržních příležitostí velmi atraktivní. Pokud však společnost nemá dostatečné interní zdroje a potenciál, aby tyto tržní příležitosti využila, její tržní podíl může klesat. Cílem analýzy vnitřního potenciálu je ohodnotit hlavní interní faktory determinující vývoj tržního podílu a konkurenční pozice společnosti.

Při hodnocení faktorů budeme postupovat podobně jako u analýzy atraktivity trhu. Ohodnotíme hlavní interní faktory pomocí bodů a vah podle jejich vlivu¹³ na konkurenční pozici. Součiny daných bodů a vah sečteme a vydělíme je maximálně možným počtem bodů s ohledem na přidělené váhy, čímž odvodíme procentuální vyjádření konkurenční pozice na trhu. Hodnota 50% indikuje průměrnou konkurenční pozici v porovnání s konkurencí. [8]

Mezi faktory ovlivňující konkurenční pozici patří zejména

- marketing (cenová politika, šíře a hloubka sortimentu, kvalita a dostupnost služeb, účinnost reklamy, image),
- výzkum a vývoj,
- kvalita managementu,
- úroveň investic a majetku,
- finanční zdraví a ziskovost (finanční analýza). [8]

Finanční analýza

Finanční analýza je neoddělitelnou součástí analýzy vnitřního potenciálu. Informačním vstupem do finanční analýzy jsou historická data z účetních výkazů (tj. rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash-flow). Primárním cílem finanční analýzy je prověřit finanční zdraví společnosti k datu ocenění. Finanční problémy mohou podstatným způsobem limitovat využití tržního potenciálu a negativně ovlivňovat budoucí výkonnost společnosti. [8]

S cílem prověřit finanční situaci společnosti AT&T Inc. se zaměříme zejména na její krátkodobou likviditu, zadluženost a ziskovost. Ukazatele porovnáme s odvětvovými standardy. [8]

¹³ Bodové a váhové ohodnocení zůstává stejné jako u analýzy atraktivity trhu.

Analýza perspektivnosti firmy

Na základě výsledků analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly vyplývající z analýzy interního potenciálu firmy vytvoříme diagram perspektivnosti firmy. Ten vychází z tzv. Bostonské matice, která byla přepracována profesorem Milošem Maříkem pro účely oceňování firmy. [8] Na základě výstupů z analýzy perspektivnosti společnosti a historickém vývoji tržního podílu budeme odhadovat předpokládaný vývoj budoucího tržního podílu.

Předtím než se zaměříme na predikci vývoje tržeb společnosti AT&T Inc., shrneme pro přehlednost celkovou metodiku, která byla doposud obsahem druhé kapitoly.

Před stanovením míry růstu tržeb společnosti AT&T Inc. musíme

- identifikovat makroekonomické indikátory, u nichž budeme testovat statistickou závislost s vývojem tržeb v telekomunikačním odvětví,
- zvolit kvalitní regresní model,
- dosadit za vysvětlující proměnné prognózy makroekonomických indikátorů od agentury Standard&Poor's a odvodit úroveň budoucí sektorové poptávky,
- zpracovat analýzu atraktivity trhu, vnitřního potenciálu a celkové perspektivnosti společnosti v odvětví,
- odhadnout předpokládaný vývoj tržního podílu na základě výstupů z výše uvedených analýz a s přihlédnutím k historickému vývoji tržního podílu.

Cílem předcházející metodiky je především zajistit informační zdroje pro odhad budoucí poptávky po službách společnosti AT&T Inc.

2.4 Prognóza vývoje tržeb

Na základě výše uvedeného schématu získáváme odhad tempa růstu poptávky na americkém telekomunikačním trhu a prognózu vývoje tržního podílu společnosti. Na základě těchto prognóz a matematického vztahu č. 4 odvodíme tempo růstu tržeb společnosti AT&T Inc. v letech 2013-2015. Úroveň tržeb v jednotlivých letech propočteme jako součin daného meziročního tempa růstu tržeb a výše tržeb ke konci předešlého roku. [8]

$$\textit{Tempo r\u00fasstu tr\u00e1zeb}_t = (\textit{Index r\u00fasstu trhu}_t * \textit{Index zm\u00e9ny tr\u00e1\u017en\u00edho pod\u00edlu}_t) - 1 \quad (4)$$

Progn\u00f3zu tr\u00e1zeb spole\u010dnosti využijeme jako vstupn\u00ed informa\u010dn\u00ed zdroj p\u0159i oce\u0148ov\u00e1n\u00ed akci\u00ed pomoc\u00ed metod diskontovan\u00fdch pen\u011b\u017en\u00edch tok\u00fa. Vymezen\u00ed v\u00fdpo\u010etov\u00e9ho sch\u00e9matu t\u00e9chto metod bude obsahem t\u0159et\u00ed kapitoly.

3 Fundamentální modely oceňování akcií

Ve třetí kapitole definujeme modely fundamentální analýzy, které aplikujeme ve čtvrté kapitole s cílem určit správné ocenění akcií společnosti AT&T Inc. na kapitálovém trhu.

Při hledání správného ocenění akcií použijeme dva základní metodické přístupy,

- metody diskontovaných peněžních toků (metoda FCFE, Gordonův model),
- ukazatele relativního oceňování (ukazatele P/E a P/S).

Metody diskontovaných peněžních toků využívají diskontní míru ke stanovení současné hodnoty budoucích peněžních toků (např. dividend, volných peněžních toků). Předtím než se zaměříme na metody oceňování akcií, je třeba definovat postup ke stanovení této diskontní míry.

3.1 Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)

Diskontní sazba je pro účely oceňování definována jako „sazba, která se využívá k nalezení současné hodnoty budoucích peněžních toků“. [9, s. 47] Výběr diskontní sazby závisí zejména na použité metodě valuace akcií. Peněžní toky dividendových diskontních modelů vyžadují úrokovou míru na úrovni nákladů na vlastní kapitál, které určíme prostřednictvím modelu CAPM. Při oceňování akcií prostřednictvím metody FCFE stanovíme diskontní sazbu na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). [9]

Náklady na kapitál (WACC) představují požadovanou míru návratnosti investice neboli oportunitní náklady pro poskytovatele kapitálu. To znamená, že náklady na kapitál korespondují s minimální výnosností, kterou vlastníci a věřitelé očekávají ze své investice do společnosti. [9]

Při determinaci vážených průměrných nákladů na kapitál vyjdeme ze vzorce č. 5. [8]

$$WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK_T}{K_T} + n_{vk} \frac{VK_T}{K_T} \quad (5)$$

Kde

CK_T ... tržní hodnota cizího úročeného kapitálu vloženého do společnosti

VK_T ... tržní hodnota vlastního kapitálu

K_T ... tržní hodnota celkového vloženého kapitálu ($K_T = VK_T + CK_T$)

n_{ck} ... očekávaná výnosnost úročeného cizího kapitálu do splatnosti, který byl vložen do společnosti (náklady na cizí kapitál)

n_{vk} ... očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňované společnosti

d ... sazba daně z příjmů (využijeme marginální sazbu daně¹⁴) – náklady na cizí kapitál budou sníženy o úrokový daňový štít (ve Spojených státech jsou úroky daňově uznatelný náklad) [8]

V prvním kroku stanovíme váhy jednotlivých složek celkového kapitálu, následně určíme náklady na vlastní a cizí kapitál.

Determinace vah jednotlivých složek kapitálu

Při stanovení vah jednotlivých složek kapitálu v modelu WACC vyjdeme z odhadu tržní (nikoliv účetní) hodnoty vlastního a cizího kapitálu. Akcie společnosti AT&T Inc. nebudou na kapitálovém trhu obchodovány za ceny účetní, ale za ceny tržní.

Největší rozdíly jsou u společností s veřejným úpisem akcií zaznamenány mezi účetní a tržní hodnotou vlastního kapitálu. Odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu, ze kterého vyjdeme při stanovení vnitřní hodnoty akcie, má být ovšem konečným výstupem metody FCFE, což způsobuje zacyklení tohoto postupu. [8]

Odborníci doporučují při odhadu budoucí tržní hodnoty vlastního kapitálu pro účely modelu WACC vycházet ze současné úrovně tržní kapitalizace společnosti, což je součin počtu akcií v oběhu a aktuální tržní ceny jedné akcie. [8]

Tržní hodnota cizího kapitálu se od účetní hodnoty příliš odlišovat nebude. Za cizí kapitál se pro účely oceňování akcií považují pouze úročená pasiva. [8] Struktura úročeného kapitálu

¹⁴ Stanovení marginální daně z příjmů pro společnost AT&T Inc. je předmětem podkapitoly 3.2.1.

společnosti AT&T Inc. je poměrně složitá. Více než 99% dluhu je emitováno v podobě korporátních dluhopisů na kapitálovém trhu a zbytek tvoří zejména leasingové úvěry apod.

Složitá struktura dluhu velkých amerických společností způsobuje komplikace při jeho oceňování. Z tohoto důvodu zjednodušíme celkový proces oceňování tržní hodnoty dluhu a zvolíme metodu sloučení. Celkový úročený cizí kapitál společnosti budeme považovat za pomyslný “kupónový dluhopis“. [25]

$$\text{Tržní hodnota dluhu} = C \left[\frac{1 - (1 + n_{ck})^{-n}}{n_{ck}} \right] + \left[\frac{N}{(1 + n_{ck})^n} \right] \quad (6)$$

Kde

C ... úroková platba (roční nákladové úroky celkového dluhu)

N ... splátka dluhu (nominální účetní hodnota dluhu)

n ... vážený průměr doby splatnosti dluhu v letech

Současnou tržní hodnotu celkového dluhu určíme diskontováním očekávaných ročních nákladových úroků a účetní hodnoty dluhu, kde diskontní sazbou jsou náklady na cizí kapitál n_{ck} . Vážený průměr doby splatnosti dluhu stanovíme pomocí průměrné doby splatnosti krátkodobého a dlouhodobého úročeného dluhu. Vahami budou účetní hodnoty těchto dvou složek dluhu. [25]

V následující podkapitole definujeme postup ke stanovení nákladů na cizí kapitál n_{ck} , které jsou nezbytné pro odhad tržní hodnoty dluhu a nákladů na kapitál (WACC).

3.1.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál lze propočítat jako “vážený průměr efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu“. [8, s. 212] Pro takto definovanou úrokovou sazbu musí platit, že odpovídá tržním úrokovým mírám dluhových cenných papírů s podobnou dobou splatnosti na kapitálovém trhu. Dále musí platit, že společnost je dostatečně bonitní a nehrozí, že v budoucnosti nedostojí svým závazkům. [8]

Společnost AT&T Inc. pravidelně zveřejňuje váženou průměrnou efektivní úrokovou míru svého celkového dluhu ve své výroční zprávě. Více než 99% celkového dluhu¹⁵ [16] je emitován na kapitálovém trhu, tudíž lze tuto sazbu spolehlivě použít při odhadu nákladů na cizí kapitál.

3.1.2 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Při výpočtu nákladů na kapitál (WACC¹⁶) zbývá objasnit poslední položku, kterou představují náklady na vlastní kapitál n_{vk} . Náklady na vlastní kapitál označujeme za minimální požadovanou výnosnost, kterou vlastníci očekávají, pokud investují do daného tržního aktiva. Tato diskontní sazba musí zohledňovat časovou hodnotu peněz vyjádřenou bezrizikovou úrokovou mírou. Sazba rovněž zahrnuje prémii za tržní riziko, které vlastníci podstupují při investování daného tržního aktiva. [9]

Mezi nejvyužívanější metodu predikce nákladů na vlastní kapitál patří ve Spojených státech model oceňování kapitálových aktiv CAPM. [9] Tento model má dobrou vypovídající schopnost z důvodu existence vysoce rozvinutého kapitálového trhu v USA. [6] V této diplomové práci bude model CAPM východiskem při stanovení nákladů na vlastní kapitál.

$$E(R_A) = R_F + \beta_A * [E(R_M) - R_F] \quad (7)$$

Kde

$E(R_A)$... střední očekávaná výnosnost akcie = náklady na vlastní kapitál (n_{vk})

R_F ... bezriziková úroková míra pro účely stanovení nákladů na vlastní kapitál

$E(R_M)$... střední očekávaná výnosnost tržního portfolia

β_A ... beta faktor - systematické riziko vybrané akcie

¹⁵ Minoritní podíl dluhu, který není emitován na kapitálovém trhu, připadá na finanční leasing apod.

¹⁶ Viz vzorec č. 5

Bezriziková úroková míra

Bezrizikovost nelze na kapitálovém trhu garantovat, proto hledáme takový tržní instrument, při jehož nákupu investor podstupuje minimální riziko. Za takové aktivum se považují zejména americké krátkodobé dluhopisy Treasury Bills se splatností do jednoho roku.

Při oceňování akcií firmy je však nutné zohledňovat princip going concern¹⁷. To znamená, že daná společnost bude v provozu teoreticky do nekonečna. Vysoce likvidní dluhopisy s nekonečnou dobou splatnosti bychom na kapitálovém trhu jen velmi těžko hledali. Za nejvhodnější variantu se považuje použití dlouhodobých státních dluhopisů, které jsou spojeny s minimálním rizikem. [7] Odborníci využívají při oceňování akcií k odhadu bezrizikové úrokové míry nejčastěji výnosnosti¹⁸ desetiletých státních dluhopisů (tzv. 10 Year US Treasury Note), které patří mezi nejlikvidnější dluhopisové tržní instrumenty na kapitálovém trhu. [24]

Při predikci bezrizikové úrokové míry lze uplatnit několik přístupů. Východiskem prvního přístupu je použití aktuální výnosnosti státních dluhopisů. [7] Dle názoru analytiků z renomované investiční banky Goldman Sachs jsou současné úrovně výnosů amerických dluhopisů na velmi nízkých, dlouhodobě neudržitelných valuacích. Analytici banky se domnívají, že program nákupu amerických obligací ze strany amerického Fedu s cílem stlačit dlouhodobé úrokové sazby, podpořit hospodářský růst a snížit nezaměstnanost již brzy skončí. Americký dluhopisový trh tím přijde o jednoho z největších zákazníků, kterým je americká centrální banka. [42] Ceny amerických dluhopisů by měly klesnout a výnosy se posunou výše ke svým dlouholetým průměrům.

Z důvodu dočasné deviace dluhopisových výnosů od průměrných hodnot využijeme jiný, v praxi využívanější přístup. Za účelem prognózy bezrizikové úrokové míry bude použita metoda průměru historických výnosností státních dluhopisů. [8] Výhodou metody je eliminace krátkodobých tržních výkyvů, které se zásluhou intervence centrálních bank na současném dluhopisovém trhu objevují.

Co se týče způsobu průměrování hodnot, odborníci se spíše přiklánějí k variantě geometrického průměru. [7] Vzhledem ke krátkodobým výkyvům, které se na dluhopisovém

¹⁷ Viz podkapitola 1.3

¹⁸ Za výnosnost dluhopisu se považuje tzv. výnos do splatnosti (angl. Yield-To-Maturity).

trhu objevují, se doporučuje použít co nejdelší časové období. [8] V rámci této diplomové práce použijeme měsíční údaje o ročních výnosnostech¹⁹ desetiletého dluhopisu v období 1926-2012.

Riziková prémie

Tržní riziková přírážka je ve vzorci č. 7 definována rozdílem střední očekávané výnosnosti tržního portfolia a bezrizikové výnosové míry ($E(R_M) - R_F$). Riziková prémie udává, o kolik vyšší bude výnosnost rizikového tržního portfolia oproti bezrizikové výnosové míře státních obligací. [9] Za tržní portfolio budeme v našem případě považovat akciový index S&P500.

Při odhadu rizikové přírážky vycházíme z historických výnosností tohoto akciového indexu. Při stanovení průměrné výnosnosti se doporučuje použít velmi dlouhou časovou řadu historických výnosností indexu, aby byly eliminovány nežádoucí krátkodobé výkyvy akciového trhu. V této práci použijeme časovou řadu ročních výnosností²⁰ indexu S&P500 rovněž od 1926-2012. [38] Při výpočtu průměrné roční výnosnosti je odborníky spíše doporučováno použití geometrického průměru. [8]

Beta faktor

„Beta je vyjádřením úrovně rizika jednotlivého papíru (akcie), a to relativně v riziku kapitálového trhu jako celku faktor“. [8, s. 217] V případě, že se hodnota β -faktoru rovná 1, tržní riziková prémie akcie je stejně vysoká jako průměr tržního portfolia (indexu S&P500). Hodnoty vyšší, popř. nižší než 1 znamenají, že riziková prémie akcie je větší, popř. menší než průměrná riziková přírážka celkového tržního portfolia. [8, 9]

$$\beta_i = \frac{COV(R_A, R_M)}{(S_M)^2} \quad (8)$$

¹⁹ Roční výnosová míra do splatnosti

²⁰ Ve výnosnosti je zohledněn kapitálový a dividendový výnos.

Kde

$(S_M)^2$... rozptyl výnosnosti tržního portfolia (indexu S&P500)

$COV(R_A, R_M)$... kovariance mezi výnosnostmi dané akcie a výnosností tržního portfolia

Při určování koeficientu beta budeme hledat regresní závislost mezi výnosy akcie AT&T Inc. a indexu S&P500. Koeficient beta představuje sklon regresní přímky (regresní koeficient). Při výpočtu vyjdeme z měsíčních kapitálových výnosností za poslední 4 roky. Toto období spadá do intervalu 2-5 let, který je doporučován odborníky. [8]

Cílem této podkapitoly bylo popsat výpočtové schéma nákladů na kapitál (WACC), dále nákladů na cizí a vlastní kapitál. Tyto diskontní sazby použijeme při výpočtu tržní hodnoty společnosti a vlastního kapitálu pomocí metod diskontovaných peněžních toků.

3.2 Metody diskontovaných peněžních toků

V rámci metod oceňování akcií se nejprve zaměříme na metody diskontovaných peněžních toků, které využívají výstupy z analýzy prostředí jako vstupní zdroj informací. V rámci této skupiny metod budeme oceňovat vnitřní hodnotu akcie na základě dvou modelů:

- Model volných peněžních toků do firmy (FCFF)
- Gordonův dividendový model

Odlišnosti mezi těmito modely spočívají především ve způsobu výpočtu a formě peněžních toků, které se při odhadu vnitřní hodnoty akcie využívají. Tyto peněžní toky jsou v rámci obou výše uvedených modelů oceněny v běžných cenách. [9] Oceňování akcií založené na těchto metodách se opírá o princip nekonečného trvání firmy, tzv. going concern, který byl definován v podkapitole 1.3.

3.2.1 Metoda volných peněžních toků do firmy (FCFF)

Metoda FCFF vychází z valuace akcií pomocí současné hodnoty očekávaných volných peněžních toků, které mohou být potenciálně rozděleny mezi vlastníky a věřitele společnosti. [9] Metodika vychází z úvahy, že pouze část peněžních toků, které společnost v rámci své provozní činnosti vygeneruje, bude potenciálně k dispozici v podobě "volných" peněžních toků pro poskytovatele kapitálu. Společnost musí reinvestovat část budoucích provozních

cash-flow (např. na investice do hmotného majetku), aby zajistila dlouhodobý udržitelný růst společnosti. [9]

Současná hodnota volných peněžních toků FCFF představuje tržní hodnotu firmy. Po odečtení tržní hodnoty dluhu získáváme tržní hodnotu vlastního kapitálu. Z tržní hodnoty vlastního kapitálu následně vycházíme při stanovení vnitřní hodnoty akcie, tzv. Intrinsic Value. [9] Výpočet vnitřní hodnoty akcie z tržní hodnoty vlastního kapitálu bude specifikován na konci této podkapitoly.

Při stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí modelu FCFF se budeme držet následujícího postupu:

- vymezení dvoufázového modelu FCFF,
- stanovení výpočtového schématu volných peněžních toků FCFF,
- predikce očekávaných volných peněžních toků FCFF a terminálního tempa růstu g_{FCFF} ,
- stanovení tržní hodnoty dluhu, vlastního kapitálu a vnitřní hodnoty akcie.

Dvoufázový model FCFF

V praxi se při oceňování akcií nejčastěji využívá dvoufázová metoda [8], která bude aplikována i v této diplomové práci. Metoda rozděluje plánovací období do dvou fází. První fázi představuje období v letech 2013-2015, ve kterém vycházíme z relevantních prognóz makroekonomických indikátorů. Právě suma očekávaných volných peněžních toků ($t=1,2,3$) ve vzorci č. 9 reprezentuje první tříletou fázi modelu.

Období druhé fáze začíná koncem posledního roku první fáze a trvá až do nekonečna. [8] Druhá fáze modelu vychází z principu nekonečné řady volných peněžních toků FCFF. Současná hodnota této nekonečné řady peněžních toků představuje tzv. terminální²¹ tržní hodnotu firmy. [29] Současná hodnota všech očekávaných volných peněžních toků (v 1. a 2. fázi) představuje celkovou tržní hodnotu firmy. Jako diskontní sazbu volných peněžních toků zvolíme vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). [9]

²¹ Jinak například pokračující nebo konečná tržní hodnota.

$$\text{Tržní hodnota firmy} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n * (1+g_{FCFF})}{WACC - g_{FCFF}} \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad (9)$$

Kde

$FCFF_t$... volný peněžní tok do firmy v roce t

WACC... vážené průměrné náklady na kapitál

g_{FCFF} ... předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během druhé fáze

Volný peněžní tok a předpokládané tempo růstu g_{FCFF} budou popsány v následující části práce.

Volný peněžní tok (FCFF)

Peněžní tok FCFF lze definovat jako očekávaný volný peněžní tok, který může být potenciálně k dispozici pro poskytovatele kapitálu (vlastníky a věřitele). Tabulka č. 1 graficky znázorňuje jednotlivé položky, které determinují výši očekávaných peněžních toků.

Tab. č. 1: Odvození volného peněžního toku (FCFF)

Provozní tržby (Operating revenues)
- Náklady na služby a prodej (Cost of services and sales)
- Prodejní všeobecné a administrativní náklady (Selling, general and administrative expense)
- Odpisy hmotného majetku (Depreciation)
- Provozní náklady (Operating expense)
Provozní zisk před zdaněním, úroky a amortizací (EBITA)
- Upravená daň (Adjusted taxes)
Čistý provozní zisk po upravené dani (NOPLAT)
+ Odpisy (Depreciation)
- Investice do hmotného fixního kapitálu (Investments in fixed capital)
- Inkrementální pracovní kapitál (Incremental working capital)
Volný peněžní tok do firmy (Free Cash Flow to the Firm)

Zdroj: Vlastní zpracování podle New York University – Damodaran Online, Damodaran, A. (2013)

Při odhadu volných peněžních toků vycházíme z prognózy provozních tržeb, která byla předmětem druhé kapitoly. Po odečtení provozních nákladů včetně odpisů hmotného majetku získáváme očekávaný provozní zisk před zdaněním, úroky a amortizací (EBITA²²), který dále

²² Earnings Before Interest, Taxes and Amortization (EBITA)

očistíme o upravenou daň, čímž odvodíme čistý provozní zisk po upravené dani (NOPLAT²³). Poskytovatelé kapitálu požadují volné peněžní toky po zdanění. [5]

Marginální a efektivní daňová sazba

Při odhadu upravené daně volíme mezi historickou efektivní a marginální daňovou sazbou. Marginální daňová sazba bývá zpravidla vyšší, poněvadž efektivní daňová sazba umožňuje odložení daňové povinnosti do budoucnosti. Efektivní daňová sazba může být použita za účelem krátkodobé prognózy. Na druhou stranu předpoklad, že společnost bude schopna odkládat svou daňovou povinnost v dlouhém časovém horizontu (popř. až do nekonečna), není správný a použití efektivní daňové sazby se v tomto případě nedoporučuje. [5]

V této práci zvolíme konzervativnější přístup při valuaci akcií společnosti AT&T Inc. a při odhadu použijeme dlouhodobý průměr marginální daně, u které dochází k malým meziročním výkyvům. Marginální daň se skládá z dlouhodobě stabilní sazby federální daně z příjmů²⁴ právnických osob ve výši 35%²⁵ a sazby státní daně z příjmů²⁶ očištěné o federální daňové zvýhodnění. [5, 24]

Investice do hmotného fixního kapitálu

Další položkou snižující očekávané volné peněžní toky jsou budoucí kapitálové investice do hmotného fixního majetku²⁷. Tyto investice jsou nezbytné z hlediska podpory současné a budoucí provozní činnosti. [9]

Při stanovení výše volných peněžních toků zvyšujeme provozní zisk NOPLAT o nepeněžní provozní položky (odpisy hmotného majetku), které nejsou spojeny s odlivem peněžních prostředků. [9]

²³ Net Operating Profits Less Adjusted Taxes

²⁴ Statutory federal income tax rate

²⁵ Sazba federální daně z příjmů ve výši 35% platí pro společnosti se zdanitelným příjmem nad 18,3 mil. USD.

²⁶ State income tax rate net of federal tax benefits

²⁷ Property, Plant and Equipment (PP&E)

Nepeněžní pracovní kapitál

Další provozní položku, která snižuje volné peněžní toky pro poskytovatele kapitálu, představuje meziroční přírůstek nepeněžního pracovního kapitálu (WC²⁸). Nepeněžní pracovní kapitál je definován ve vzorci č. 10. [9]

$$WC = \text{Nepeněžní oběžná aktiva} - \text{Neúročené krátkodobé závazky} \quad (10)$$

Mezi neúročené závazky se řadí především závazky z obchodního styku. Z nepeněžního WC vyřazujeme úročené závazky, které nespádají do provozní činnosti společnosti (např. dlužné cenné papíry do jednoho roku, směnky²⁹ apod.). Do oběžných aktiv patří zejména pohledávky, zásoby a ostatní oběžná aktiva. Z pracovního kapitálu vyřazujeme krátkodobý finanční majetek (hotovost a krátkodobé cenné papíry). V případě, že společnost zaznamená na meziroční bázi zvýšení pracovního kapitálu (investice do WC), volný peněžní tok FCF se o tento přírůstek snižuje. [9]

Prognóza volných peněžních toků

Dvoufázový model FCFF rozděluje prognózu volných peněžních toků na dvě fáze. Každá z těchto fází vyžaduje odlišnou metodiku při projekci volných peněžních toků.

1. fáze model FCFF

V rámci první fáze modelu³⁰ se nejprve zaměříme na prognózu očekávaných volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele v letech 2013-2015. Abychom byli schopni určit výši volné peněžního toku, musíme predikovat vývoj jednotlivých položek, které ho determinují.

Za první klíčovou položku lze označit provozních tržby. Detailní metodika prognózy tržeb společnosti AT&T Inc. byla předmětem druhé kapitoly. Další položky představují jednotlivé provozní náklady společnosti, investice do hmotného majetku a nepeněžního pracovního kapitálu, při jejichž odhadu vyjdeme z tzv. agregovaného přístupu (popř. jiného individuálního přístupu). Agregovaná metoda je založena na projekci poměrů nákladových

²⁸ Working Capital

²⁹ Tzv. Notes Payable

³⁰ Viz vzorec č. 9.

položek k prognózovaným tržbám. [3] Při prognóze jednotlivých položek zohledníme rovněž historický vývoj a strategické záměry společnosti, dále výstupy z kvalitativních analýz atraktivity trhu a vnitřního potenciálu firmy.

2. fáze model FCFF

Druhá fáze modelu předpokládá dlouhodobě stabilní terminální růst g_{FCFF} ³¹ nekonečné časové řady volných peněžních toků do firmy. V roce 2016, kdy již nemáme k dispozici prognózy o americké ekonomice, zvýšíme tržby a volný peněžní tok FCFF o udržitelné terminální tempo růstu g_{FCFF} . [8] Ke stanovení tempa růstu g_{FCFF} pro druhou fázi modelu se dostaneme na konci této podkapitoly.

Volný peněžní tok, který stanovíme na počátku 2. fáze modelu, musí být dlouhodobě udržitelný. K celkové stabilizaci společnosti musí dojít již v průběhu první fáze modelu. Stabilizovaná firma se vyznačuje tím, že NOPLAT, odpisy, investice do hmotného majetku a pracovního kapitálu rostou (popř. klesají) stabilním tempem jako tržby společnosti. [8]

Mezi primární parametry stabilizované společnosti patří zejména

- přiměřenost investic – rentabilita čistých investic (RONIC³²),
- konstantní a stabilní míra investic (M_I),
- stabilní podíl na trhu a růst tržeb. [8, 29]

Významným ukazatelem přiměřenosti investic v terminální fázi modelu FCFF je rentabilita nových investic (RONIC). [24]

$$RONIC = \frac{g_{FCFF}}{1 - \frac{FCFF}{NOPLAT}} \quad (11)$$

Druhá fáze modelu FCFF se vyznačuje dlouhodobě udržitelným růstem g_{FCFF} , který je třeba zajistit přiměřenými investicemi do hmotného majetku. Z tohoto důvodu se většina autorů

³¹ Viz vzorec č. 9

³² Return on New Invested Capital

přiklání k názoru, že by se rentabilita nových investic u stabilizované společnosti měla pohybovat minimálně na úrovni WACC. [29]

Náklady na kapitálu (WACC) představují minimální požadovanou míru návratnosti investice, kterou lze označit za oportunitní náklady pro poskytovatele kapitálu. Pokud se RONIC pohybuje na úrovni WACC, návratnost investice se rovná alternativním nákladům podobné investice se stejným rizikem. V případě, že RONIC v průběhu terminální fáze převyšuje požadovanou návratnost investice, společnost bude dlouhodobě realizovat ekonomický zisk. Dlouhodobá udržitelnost ekonomického zisku v terminální fázi modelu FCFF je charakteristická u podniků operujících v odvětvích se vstupními bariérami, slabší vyjednávací silou zákazníků apod. Tyto trhy se vyznačují monopolními či oligopolními prvky. [29]

Vzorec č. 12 znázorňuje míru investic (M_I), která musí být v terminální fázi modelu konstantní. [8]

$$M_I = 1 - \frac{FCFF_t}{NOPLAT_t} \quad (12)$$

Při stanovení terminálního tempa růstu g_{FCFF} je nutné zohlednit několik podmínek:

- Tempo růstu g_{FCFF} je stejné pro tržby, FCFF, NOPLAT, odpisy, kapitálové výdaje atd. [8]
- Odhad tempa terminálního růstu g_{FCFF} by neměl přesahovat dlouhodobý růst nominálního HDP ve Spojených státech. Vysoký růst je typický zejména pro nové, rychle rostoucí společnosti. Stabilní společnosti se vyznačují dlouhodobě udržitelným tempem růstu spíše pod úrovní nominálního HDP. [29]
- Při odhadu terminálního tempa růstu g je nutné zohlednit výstupy analýzy prostředí a vnitřního potenciálu firmu. Srovnávací měřítko odhadu dlouhodobě udržitelného růstu g_{FCFF} bude historické meziroční tempo růstu tržeb v telekomunikačním sektoru.

Tato podkapitola se doposud zaměřila zejména na projekci volných peněžních toků FCFF. Současnou tržní hodnotu firmy určíme diskontováním volných peněžních toků na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál, které byly předmětem podkapitoly 3.1.

Vnitřní hodnota akcie (model FCFF)

Na závěr podkapitoly 3.2.1 se zaměříme na odvození vnitřní hodnoty akcie z tržní hodnoty firmy.

Tab. č. 2: Stanovení vnitřní hodnoty akcie v rámci modelu FCFF

Tržní hodnota společnosti (Market Value of the Firm)
- Tržní hodnota dluhu (Market Value of Debt)
+ Krátkodobý finanční majetek (Cash and Marketable Securities)
Tržní hodnota vlastního kapitálu pro účely oceňování akcií (Market Value of Equity)
Počet akcií v oběhu (Number of Shares Outstanding)
$\text{Tržní hodnota vlastního kapitálu} \div \text{Počet akcií v oběhu}$
Vnitřní hodnota akcie (Intrinsic Value)

Zdroj: Vlastní zpracování podle New York University – Damodaran Online, Damodaran, A. (2013)

V případě, že od tržní hodnoty firmy odečteme tržní hodnotu dluhu³³ a přičteme aktuální výši krátkodobého finančního majetku³⁴, získáváme tržní hodnotu vlastního kapitálu, která je k dispozici pro vlastníky společnosti. Vydělíme-li takto odvozenou tržní hodnotu vlastního kapitálu počtem akcií v oběhu, stanovíme vnitřní hodnotu jedné akcie. [24]

V rámci metod diskontovaných peněžních toků opustíme téma týkající se volných peněžních toků (FCFF) a zaměříme se na oceňování vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendových diskontních modelů.

3.2.2 Dividendové modely oceňování

V této části práce opustíme tematiku volných peněžních toků. Dále se budeme zabývat dividendovou politikou společnosti AT&T Inc. a hledání vnitřní hodnoty akcie s využitím dividendových diskontních modelů. Společnost dlouhodobě a pravidelně odměňuje své akcionáře výplatou čtvrtletních dividend a její akcie lze označit za velmi kvalitní dividendový titul v rámci indexu S&P500. Z tohoto důvodu je možné použít oceňovací metody založené na hotovostních tocích v podobě dividend jako nástroj při hledání vnitřní hodnoty akcie společnosti AT&T Inc.

³³ Viz vzorec č. 6

³⁴ Krátkodobý finanční majetek tvoří hotovost a cenné papíry se splatností do 1 roku.

Strukturu této podkapitoly můžeme shrnout do následujících částí:

- definice dividendové politiky,
- vymezení Gordonova diskontního modelu,
- odhad tempa růstu dividend g_D ,
- stanovení vnitřní hodnoty akcie.

Dividendová politika

Dividendová politika je označována způsob, jakým společnost bude zadržovat zisk nebo ho rozdělovat akcionářům ve formě dividend. [3]

Dividendovou politiku rozdělujeme na politiku zaměřenou na

- dividendy (management udržuje pravidelný růst nebo stabilní úroveň dividend, zadržovaný zisk společnosti lze považovat za reziduální neboli zbytkovou veličinu),
- zadržovaný zisk (dividendy představují reziduální veličinu, management primárně rozhoduje o výši zadržovaného zisku, který je důležitým zdrojem financování podniku). [3]

Dividendy představují jediný hotovostní příjem pro akcionáře do doby, než svůj akciový podíl ve společnosti prodají. Empirické studie dokazují, že dividendové tituly se oproti nedividendovým vyznačují nižší volatilitou tržní ceny akcie. [12] Management společnosti obecně dává zvýšením dividendy akcionářům najevo, že očekává dlouhodobější růstový trend výkonnosti společnosti. Tržní ceny akcií většinou reagují na informaci o zvýšení dividendy růstem. Snížení dividend má opačný efekt na tržní cenu akcie. [3]

Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely vycházejí z předpokladu, že "vnitřní hodnota akcie je dána součtem současných hodnot veškerých budoucích příjmů, které majitel z tohoto instrumentu obdrží" [12, s. 131] Za tyto příjmy lze považovat dividendy v období držby cenných papírů a budoucí prodejní cenu. [12]

Dividendové diskontní modely se rozdělují na modely s

- konečnou dobou držby,
- nekonečnou dobou tržby. [12]

Modely s konečnou dobou tržby ve výpočtu vyžadují odhad prodejní ceny akcie vestanoveném časovém horizontu. Na současných volatilních trzích lze jen těžko na základě fundamentálních charakteristik prognózovat krátkodobé výkyvy cen akcií, proto se pro účely krátkodobého či střednědobého oceňování využívají spíše nástroje technické analýzy³⁵ (popř. kombinace fundamentální a technické analýzy). Z těchto důvodů nejsou modely s konečnou dobou tržby mezi odborníky příliš rozšířeny [12] a nebudou ani obsahem této diplomové práce.

Modely s nekonečnou dobou držby nezohledňují krátkodobé výkyvy cen akcií. Vycházejí z předpokladu, že investor neuvažuje o prodeji akcií a bude dlouhodobě profitovat z dividendového výnosu. Vnitřní správná cena akcie odráží současnou hodnotu očekávaných peněžních toků v podobě dividend. [12] Mezi tyto modely se řadí tzv. Gordonův model, který bude popsán následující části práce.

Gordonův model

Společnost AT&T Inc. udržuje velmi stabilní a kontinuální dividendovou politiku s pravidelnými periodickými změnami (zpravidla navýšením dividendy). Rozhodování managementu o výši vyplacené dividendy není primárně závislé na úrovni aktuálně dosaženého čistého zisku. [16] Tuto skutečnost blíže objasníme ve čtvrté kapitole na ukazateli výplatního poměru dividendy (DPR³⁶), který udává, kolik procent čistého zisku bylo za daný kalendářní rok rozděleno mezi akcionáře společnosti v podobě dividend. [9]

$$DPR = \frac{\text{Roční dividend na akcii}}{\text{Roční čistý zisk na akcii}} \quad (13)$$

³⁵ Viz podkapitola 1.1

³⁶ Dividend Payout Ratio

Vzhledem k dlouhodobě kontinuální dividendové politice s pravidelnými periodickými změnami zvolíme pro valuaci akcií společnosti jednostupňový dividendový model s nekonečnou dobou držby, tzv. Gordonův model.

$$V_0 = \frac{D_1}{n_{vk} - g_D} \quad (14)$$

Kde

V_0 ... současná hodnota vnitřní ceny akcie

D_1 ... odhad dividendy v prvním roce držby

n_{vk} ... náklady na vlastní kapitál (požadovaná míra výnosnosti)

g_D ... tempo růstu (poklesu) dividend [9, 12]

Dividendy odměňují pouze vlastníky společnosti, proto pro stanovení diskontní sazby použijeme náklady na vlastní kapitál, které vycházejí z modelu CAPM³⁷. Náklady na vlastní kapitál představují roční požadovanou návratnost, kterou vlastníci očekávají z investice do akcií společnosti. [9] Poslední, doposud nevysvětlenou nezávisle proměnnou ve vztahu č. 14 představuje tempo růstu dividend g_D . Problematikou stanovení g_D se budeme zabývat v následující části práce.

Gordonův model je založen na několika předpokladech.

- Požadovaná míra návratnosti investice musí být nižší než tempo růstu dividend (vysoká rentabilita vlastního kapitálu ROE³⁸ nad průměrem trhu a s ní související vysoké tempo růstu dividend není z ekonomického hlediska dlouhodobě udržitelné).
- Konstantní a kontinuální míra růstu dividend g_D .
- Nekonečná doba držby akcií (predikce budoucí prodejní ceny není zapotřebí). [12]

Odhad tempa růstu g_D

Posledním krokem ke stanovení vnitřní hodnoty akcie prostřednictvím Gordonova modelu je predikce ročního tempa růstu dividend g_D .

³⁷ Viz podkapitola 3.1.2

³⁸ Return on Equity (poměr čistého zisku a účetní hodnoty vlastního jmění)

Při predikci tempa růstu g_D využijeme dva přístupy, kterými jsou

- prognóza g_D na základě historických dat,
- prognóza g_D na základě finančních ukazatelů.

Predikce g_D na základě historických dat

Prognóza ročního tempa růstu dividendy na základě historických dat je založena na předpokladu, že minulé tempo růstu dividend bude přiměřeným odhadem budoucnosti. [12] Jak již bylo uvedeno, management společnosti dlouhodobě udržuje stabilní dividendovou politiku, která není v krátkém časovém horizontu závislá na aktuální výši vykázaného zisku. [16] Z tohoto důvodu lze historické údaje považovat za poměrně kvalitní zdroj pro predikci budoucího vývoje.

V rámci odhadu tempa růstu g_D se zaměříme na tři základní postupy, mezi které patří

- metoda krajních hodnot dividend,
- metoda geometrického a aritmetického průměru,
- metoda normalizované míry růstu.

Metoda krajních hodnot bere v úvahu pouze dvě hraniční dividendy. V dividendové politice společnosti AT&T Inc. nedochází k extrémním výkyvům směrem dolů ani nahoru. Pokud by společnost vyplácela dividendy na základě aktuálně dosažené úrovně čistého zisku, který je obecně považován za poměrně volatilní fundamentální veličinu, pak lze tuto metodu označit za nepříliš nespolehlivou. [12]

$$g_D = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1 \quad (15)$$

Kde

D_M ... mladší roční dividendy na akcii (blíže k současnosti)

D_S ... starší roční dividendy na akcii

t ... počet let mezi zvolenými dividendami [12]

Další metodou při stanovení míry růstu g_D je aritmetický a geometrický průměr. Aritmetický průměr se vyznačuje vyšší citlivostí na extrémní hodnoty, což může snižovat jeho vypovídající schopnost. [12] Historické tempo růstu dividend společnosti AT&T Inc. však nenabývalo žádných extrémních hodnot³⁹, tudíž při výpočtu aplikujeme oba typy průměrů.

Posledním přístupem je nalezení tzv. normalizované míry růstu dividend. Metoda staví na vyhlazení hraničních dividendových výplat geometrickým průměrem. Při vyhlazení dividend se doporučuje propočítat první geometrický průměr ze třech nejmladších dividendových výplat. Druhý průměr určíme ze třech nejstarších výplat. Tento postup se opírá o empirické výzkumy, které přinášely nejlepší výsledky ve smyslu prognózy budoucího vývoje. Vyhlazené krajní hodnoty výplaty dividend dosadíme do matematického vztahu č. 15. [12]

Predikce g_D na základě finančních ukazatelů

Druhý způsob prognózy g_D se opírá o finanční ukazatele společnosti. Tzv. udržovací růstový model předpokládá neměnnou konstantní míru výplatního poměru (DPR) a rentabilitu vlastního jmění (ROE). [12]

$$g_D = (1 - DPR) * ROE \quad (16)$$

Vzhledem k obecně vyšší volatilitě čistého zisku, která ovlivňuje ukazatele ROE a DPR, nemusí být predikce g_D spolehlivým odhadem budoucího vývoje. Použitelnost modelu posoudíme ve čtvrté kapitole.

Výše dividend obecně souvisí zejména s rozhodnutím managementu, kdežto čistý zisk závisí na celé řadě tržních a firemních faktorů. Manažeři si uvědomují velmi negativní vliv snižování dividend na tržní cenu akcie, tudíž často k tomuto kroku nepřistupují ani v případě, že se společnosti krátkodobě nedaří na úrovni čistého zisku. Z krátkodobého hlediska existuje u dividendových titulů v S&P500 poměrně nízká závislost mezi úrovněmi vykázaných zisků a výplatami dividend. [12] Snížení dividend v očích akcionářů signalizuje zhoršení celkového dlouhodobého výhledu společnosti.

³⁹ Viz tabulka č. 27

Z dlouhodobého hlediska však vykazuje tempo růstu dividend vyšší míru korelace s růstem dosahovaných čistých zisků. Žádná společnost není schopna do nekonečna vyplácet dividendy z nerozděleného zisku. [12] Z tohoto důvodu prověříme v souvislosti s odhadem míry růstu g_D růstový potenciál společnosti AT&T Inc. na základě analýzy prostředí, která byla popsána ve druhé kapitole.

Na závěr podkapitoly 3.2.2, která se týkala dividendových diskontních modelů, stručně shrneme její obsah. V rámci této podkapitoly jsme

- definovali dividendové diskontní modely,
- zvolili Gordonův model s nekonečnou dobou tržby za účelem ocenění akcií AT&T Inc.,
- určili diskontní sazbu na úrovni nákladů na vlastní kapitál a formulovali metody ke stanovení kontinuálního růstu dividend g_D .

3.3 Ukazatele relativního oceňování

V rámci třetí kapitoly jsme se doposud zabývali pouze metodami diskontovaných peněžních toků. Druhou skupinu metod tvoří ukazatele relativního oceňování (tzv. Price Multiples). [9]

Relativní ukazatele udávají, kolik investor platí za jeden dolar dané fundamentální veličiny (např. čistého zisku) při nákupu akcie. [12] V čitateli vždy figuruje aktuální tržní cena akcie a ve jmenovateli některá z firemních fundamentálních charakteristik na akcii. V rámci této diplomové práce se budeme zabývat ukazateli P/E a P/S. [9]

Relativní ukazatele oceňování umožňují porovnávat jednotlivé akcie s benchmarkovými měřítky v rámci jedné ekonomiky (např. akciovými indexy) nebo s akciovými tituly konkurenčních společností v odvětví. [9, 12]

3.3.1 Ukazatel Price-To-Earnings

Ukazatel P/E je mezi analytiky často využívaným nástrojem k oceňování akcií. Ukazatel informuje o tom, „kolik je investor ochoten zaplatit za jeden dolar čistého zisku vyprodukovaného společností“ [12, s. 185]. Akcie s nízkým P/E se obecně považují za atraktivnější než akcie s vysokým P/E. Vysoké hodnoty P/E signalizují, že cena akcie je nadhodnocena v souvislosti s minulými výkonnostními úspěchy. Vysoká hodnota ukazatele

P/E indikuje nízký růstový potenciál tržní ceny a hrozbu kapitálových ztrát. Tento ukazatel ztrácí ekonomický smysl, pokud společnost vykázala čistou ztrátu na akcii. [12] V této práci využijeme dvě základní varianty ukazatele P/E, tzv. trailing P/E a leading P/E. [9]

Trailing P/E

Klasickou variantu ukazatele trailing P/E představuje podíl aktuální tržní ceny akcie a posledního vykázaného čistého zisku na akcii (EPS⁴⁰) za uplynulých 12 měsíců. [9]

$$\text{Trailing } P / E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Čistý zisk na akcii}} \quad (17)$$

V prvním kroku se zaměříme na porovnání aktuální hodnoty ukazatele trailing P/E společnosti AT&T Inc. s hodnotami největšími konkurenty.

V rámci druhé varianty provedeme srovnání historického vývoje ukazatele P/E akcií AT&T Inc. a indexu S&P500. Tržní ceny a čisté zisky očistíme o vliv inflace a porovnáme vývoj reálných ukazatelů P/E. K výpočtu využijeme dostupná data o čistých ziscích, průměrných měsíčních cenách indexu S&P500 a vývoji indexu CPI z internetových stránek profesora Roberta Shillera (Yale University). [38]

Tržní ceny a zisky společnosti AT&T Inc. či indexu S&P500 očistíme o vliv inflace podle vzorce č. 18. [38]

$$\text{Reál. tržní cena}_t (\text{reál. čistý zisk}_t) = \text{Tržní cena}_t (\text{čistý zisk}_t) \frac{CPI_{\text{duben, 2013}}}{CPI_t} \quad (18)$$

Kde

$CPI_{\text{duben, 2013}}$... hodnota indexu CPI k dubnu 2013

CPI_t ... hodnota indexu CPI v čase t

⁴⁰ Earnings-Per-Share

Leading P/E

Druhá varianta ukazatele P/E je založena na poměru aktuální tržní hodnoty akcie a odhadu EPS na následující fiskální rok 2013. Vzhledem k vysoké volatilitě čistého zisku využijeme konsensus odhadu čistého zisku na akcii pro rok 2013 od analytiků z renomované agentury Nasdaq⁴¹. [17]

3.3.2 Ukazatel Price-To-Sales

Dalším, často používaným ukazatelem, je tzv. P/S ratio. Ukazatel je založen na poměru tržní ceny akcie a tržeb na akcii. Tržby na akcii se obecně vyznačují vyšší stabilitou než EPS, poněvadž přímo rezultují z poptávky po zboží a službách společnosti. Ve výkazu zisků a ztrát nepodléhají dalším účetním úpravám. Použití ukazatele P/S oproti P/E může být smysluplnější, pokud EPS dosahuje abnormálních hodnot. Ukazatel P/S může být aplikován i v případě, že společnost má záporné EPS. Na druhou stranu ukazatel nezohledňuje provozní výsledky na úrovni nákladů. [9]

$$\text{Trailing } P / S = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Tržby na akcii}} \quad (19)$$

Hodnotu ukazatele trailing P/S společnosti AT&T Inc. srovnáme s hodnotami největších konkurentů na trhu.

Předtím než se zaměříme na oceňování akcií společnosti AT&T Inc., stručně shrneme obsah třetí kapitoly, která vymezuje výpočtové schéma ke stanovení

- nákladů na vlastní kapitál a nákladů na kapitál (WACC),
- vnitřní hodnoty akcie pomocí modelů fundamentální analýzy,
 - metoda volných peněžních toků do firmy (FCFF),
 - Gordonův model,
- ukazatelů relativního oceňování akcií (P/E a P/S).

⁴¹ National Association of Securities Dealers Automated Quotations – americký technologický index.

4 Oceňování akcií společnosti AT&T Inc.

Čtvrtá kapitola si klade za cíl aplikovat metodiku a modely fundamentální analýzy na akcie společnosti AT&T Inc. Při oceňování akcií společnosti budeme postupovat podle teoretického rámce, který byl popsán v prvních třech kapitolách.

Obsahem čtvrté kapitoly diplomové práce je zejména

- představení společnosti AT&T Inc.,
- odhad budoucí poptávky po službách v telekomunikačním odvětví v závislosti na indikátorech americké ekonomiky,
- odvození tržního podílu společnosti (analýza atraktivity odvětví, vnitřního potenciálu a celkové perspektivnosti společnosti),
- stanovení diskontní sazby na úrovni nákladů na vlastní kapitál (model CAPM) a vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC),
- stanovení vnitřních hodnot akcií na základě metod diskontovaných peněžních toků (metoda FCFF, Gordonův model),
- ocenění akcií AT&T Inc. pomocí metod relativního oceňování.

4.1 Představení společnosti AT&T Inc.

Název společnosti:	AT&T Inc.
Právní forma:	Akciová společnost
Sídlo:	Dallas – Texas, Spojené státy
Vznik společnosti:	1885
Základní kapitál:	6 495 000 000 USD
Počet akcií v oběhu: ⁴²	5 581,39 miliónů kusů
Tržní kapitalizace: ⁴³	210,6 miliardy USD
Tržní cena akcie: ⁴⁴	37,74 [33]

⁴² Angl. outstanding shares – akcie v oběhu k 31. prosinci 2012.

⁴³ Tržní kapitalizace k 18. dubnu 2013.

⁴⁴ Zavírací tržní cena akcie k 18. dubnu 2013.

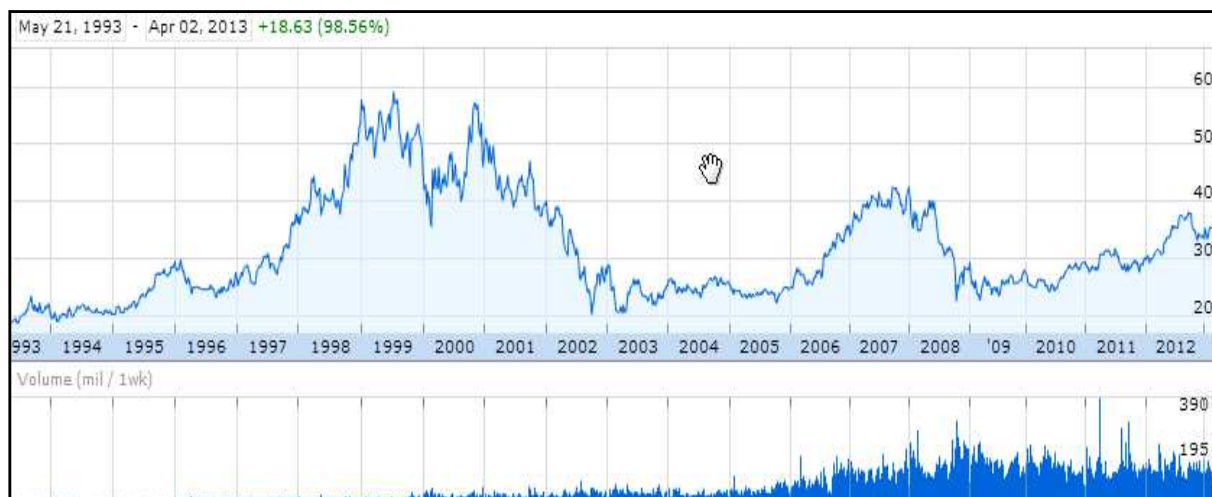
Uspořádání dle NAICS: 51 – Informační zdroje, 517 – Telekomunikace [32]

AT&T Inc. patří mezi americkými zákazníky k nejvyhledávanějším poskytovatelům telekomunikačních služeb ve Spojených státech. Společnost drží největší tržní podíl na americkém telekomunikačním trhu a z hlediska objemu vykázaných tržeb je největší telekomunikační korporací na světě. [33]

Vývoj akcií společnosti AT&T Inc.

Akcie AT&T Inc. se na amerických akciových trzích obchodují s označením “NYSE: T“. Akcie jsou zahrnuty ve všech třech nejvýznamnějších amerických indexech, tj. Dow Jones, S&P500 a technologický Nasdaq. [30]

Obr. č. 2: Vývoj tržní hodnoty akcie AT&T Inc. v letech 1994-2013



Zdroj: Google Finance (2013)

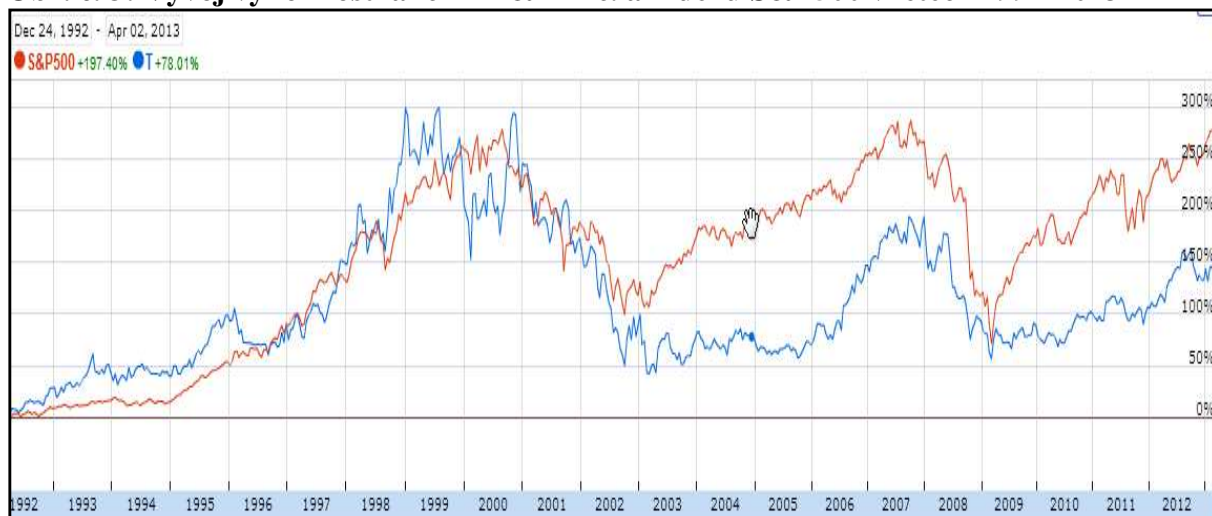
Obrázek č. 2 znázorňuje vývoj tržní ceny akcií AT&T Inc. od května 1993 do dubna 2013. V tomto období se na historickém vývoji tržní ceny akcií projeví dvě významné burzovní události. Historicky starší událost z roku 2000, kdy došlo ke splasknutí cenové spekulativní bubliny v americkém technologickém sektoru, způsobila výrazným pokles tržní ceny akcie. Cena akcie AT&T Inc. se během dvou let propadla ze svého vrcholu cca 58 dolarů v roce 2000 až k hodnotě cca 20 dolarů v roce 2002. [30]

Tržní cena akcie AT&T Inc. zaznamenala další významný propad v souvislosti s vypuknutím krize na americkém nemovitostním trhu v roce 2008, která způsobila obrovské problémy s likviditou amerických bank a vyústila v hospodářskou recesi ve Spojených

státech. Akcie společnosti klesly ze svých maxim okolo 42 dolarů v roce 2007 k hodnotám okolo 23 dolarů o dva roky později. [30]

Akcie AT&T Inc. patří na kapitálovém trhu mezi velmi likvidní tituly. Týdenní zobchodované objemy dosahují úrovně až 390 mil. kusů akcií⁴⁵. Kurz tržní hodnoty akcie se v posledních 52 týdnech pohyboval v rozmezí od 30,60 – 38,80 USD⁴⁶. Akcie AT&T Inc. uzavíraly dne 18. dubna 2013 na hodnotě 37,74 USD. [30]

Obr. č. 3: Vývoj výkonnosti akcií AT&T Inc. a indexu S&P500 v letech 1992-2013



Zdroj: Google Finance (2013)

Obrázek č. 3 znázorňuje porovnání kumulativní výnosnosti akcií společnosti AT&T Inc. a indexu S&P500 od prosince 2002 do dubna 2013. Z grafu je patrné, že kumulativní kapitálová výnosnost akcií společnosti AT&T Inc. v porovnání s indexem S&P500 je v tomto období podprůměrná.

4.2 Prognóza indikátorů americké ekonomiky

Po stručném představení společnosti se zaměříme na prognózu vývoje indikátorů americké ekonomiky, kterou jsme v první kapitole vymezili jako makroprostředí, jež determinuje budoucí úroveň sektorové poptávky a tržeb společnosti.

Americkou ekonomiku zasáhla v roce 2009 hospodářská recese, ze které se poměrně rychle zotavila zásluhou značných fiskálních stimulů, uvolněné monetární politiky a poskytnutí

⁴⁵ Viz obrázek č. 2.

⁴⁶ Údaje k 18. dubnu 2013.

státní finanční pomoci některým americkým bankovním institucím či klíčovým průmyslovým podnikům, čímž byl odvrácen jejich bankrot.

Obrovské fiskální stimuly způsobily nárůst celkového státního dluhu z cca 10 biliónů USD v roce 2008 na současných cca 17,5 biliónů dolarů. [43] Američtí zákonodárci prosadili v reakci na vysokou úroveň zadlužení tzv. “automatické škrty“ ve státním rozpočtu. Drastické rozpočtové škrty, které měly vstoupit v platnost v lednu 2013, by pravděpodobně značně poškodily zotavující se americkou ekonomiku. Z tohoto důvodu došlo mezi americkými zákonodárci ke konsenzu a výše uvedené automatické škrty byly na poslední chvíli výrazně zmírněny. [19]

Zmírněná rozpočtová opatření budou mít podle analytiků z agentury Standard&Poor’s pouze malý vliv na stále se zlepšující výkonnost americké ekonomiky. Prognózy ekonomických indikátorů⁴⁷, které budou použity pro účely diplomové práce, zohledňují vliv těchto škrťů na americkou ekonomiku. [19]

Tab. č. 3: Historický vývoj a prognóza indikátorů americké ekonomiky (2003-2015)

Rok	Reálné HDP (mld. USD)	Nominální HDP (mld. USD)	Tempo růstu reál. HDP [%]	Tempo růstu nominál. HDP [%]	Deflátor HDP	Osobní výdaje v b.c. (mld. USD)*	Osobní výdaje ve s.c. (mld. USD)**	Osobní příjmy v b.c. (mld. USD)**	Míra inflace***
2003	11 836,4	11 142,2	x	x	94,14	7 898,2	8 244,5	9 369,1	2,3%
2004	12 246,9	11 853,3	3,47%	6,38%	96,79	8 270,6	8 515,8	9 928,8	2,7%
2005	12 623,0	12 623,0	3,07%	6,49%	100,00	8 803,5	8 803,5	10 476,7	3,4%
2006	12 958,5	13 377,2	2,66%	5,97%	103,23	9 301,0	9 054,5	11 256,5	3,2%
2007	13 206,4	14 028,7	1,91%	4,87%	106,23	9 772,3	9 262,9	11 900,6	2,8%
2008	13 161,9	14 291,5	-0,34%	1,87%	108,58	10 035,5	9 211,7	12 451,7	3,8%
2009	12 757,9	13 973,7	-3,07%	-2,22%	109,53	9 845,9	9 032,6	11 852,7	-0,4%
2010	13 063,0	14 498,9	2,39%	3,76%	110,99	10 215,7	9 196,2	12 308,5	1,6%
2011	13 299,1	15 075,7	1,81%	3,98%	113,36	10 729,0	9 428,8	12 949,9	3,2%
2012	13 588,8	15 676,0	2,18%	3,98%	115,36	11 158,9	9 604,9	13 401,9	2,1%
2013e	13 955,7	16 340,7	2,70%	4,24%	117,09	11 609,4	9 845,0	13 750,3	1,5%
2014e	14 374,4	17 150,8	3,00%	4,96%	119,31	12 161,3	10 120,7	14 341,6	1,9%
2015e	14 733,7	17 896,0	2,50%	4,35%	121,46	12 664,9	10 353,5	14 972,6	1,8%

* v běžných cenách (mld. USD)
 ** ve stálých cenách (mld. USD)
 *** průměrná roční změna indexu spotřebitelských cen (CPI) v USA

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z Bureau of Economic Analysis (2013); Bureau of Labor and Statistics (2013); Standard&Poor’s (2013)

⁴⁷ Viz tabulka č. 3

Tabulka č. 3 znázorňuje vývoj makroekonomických indikátorů, které byly definovány v první kapitole. Součástí tabulky jsou rovněž prognózy od agentury Standard&Poor's, pomocí kterých stanovíme očekávaný vývoj tržeb v telekomunikačním sektoru.

V prvním kroku se zaměříme na predikci očekávaného nominálního HDP. Prognóza amerického reálného HDP předpokládá meziroční tempo růstu 2,7% v 2013, 3% v 2014 a 2,5% v 2015. [19] Prognóza nominálního HDP není k dispozici, tudíž jeho úroveň odvodíme na základě matematického vztahu č. 3⁴⁸. V rámci prognózy nominálního $HDP_{(t+1)}$ v letech 2013-2015 dosadíme za hodnoty nezávisle proměnných prognózy spotřebitelské inflace $I_{(t,t+1)}$ a reálného $HDP_{(t+1)}$. Třetí vysvětlující proměnnou ve vzorci č. 3 je deflátor HDP_t , který odvodíme na základě vzorce č. 1.

Dalším ekonomickým indikátorem jsou osobní spotřební výdaje. Prognózy tohoto ukazatele jsou od agentury S&P k dispozici pouze ve stálých cenách. Prognóza počítá s růstem osobních spotřebních výdajů 2,5% v 2013, 2,8% v 2014 a 2,3% v 2015. [19] Při predikci úrovně osobních spotřebních výdajů v běžných cenách postupujeme podle stejného klíče jako v případě nominálního HDP. Ve výpočtu pouze nahradíme ekonomickou veličinu HDP indikátorem osobních spotřebních výdajů.

Historická data osobních příjmů, stejně jako prognóza očekávané míry růstu v letech 2013-2015, jsou k dispozici pouze v běžných cenách. Agentura S&P očekává meziroční tempo růstu osobních příjmů 2,7% v 2013, 4,3% v 2014 a 4,4% v 2015. [19]

Historický vývoj těchto makroekonomických indikátorů a tržeb v telekomunikačním odvětví použijeme při hledání statistické závislosti. Prognózy makroekonomických indikátorů z tabulky č. 3 dosadíme do vybraného regresního modelu, čímž odvodíme tempo růstu tržeb v telekomunikačním odvětví v letech 2013-2015.

4.3 Poptávka v telekomunikačním odvětví

V rámci této části budeme postupovat podle teoretického rámce, který byl popsán v podkapitole 2.2. Cílem je zpracovat prognózu sektorové poptávky na telekomunikačním trhu.

⁴⁸ Viz podkapitola 2.1.

Tabulka č. 4 znázorňuje historický vývoj třech makroekonomických indikátorů a poptávky v americkém sektoru telekomunikací. Mezi těmito ekonomickými veličinami budeme hledat statistickou závislost s cílem vybrat kvalitní regresní model, pomocí kterého stanovíme prognózu sektorové poptávky v letech 2013-2015.

Tab. č. 4: Tržby v sektoru telekomunikací, makroekonomické indikátory (2003-2012)

Období (rok)	Tržby v sektoru telekomunikací (mil. USD)	Nominální HDP (mln. USD)	Osobní výdaje v b.c. (mln. USD)*	Osobní příjmy v b.c. (mln. USD)*
2003	412 768	11 142,2	7 898,2	9 369,1
2004	429 430	11 853,3	8 270,6	9 928,8
2005	444 885	12 623,0	8 803,5	10 476,7
2006	460 627	13 377,2	9 301,0	11 256,5
2007	480 030	14 028,7	9 772,3	11 900,6
2008	498 058	14 291,5	10 035,5	12 451,7
2009	495 062	13 973,7	9 845,9	11 852,7
2010	507 533	14 498,9	10 215,7	12 308,5
2011	526 054	15 075,7	10 729,0	12 949,9
2012	541 480	15 676,0	11 158,9	13 401,9

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z *Bureau of Economic Analysis (2013)*; *United States Census Bureau (2013)*

Při hledání statistické závislosti mezi proměnnými zvolíme v prvním kroku metodu vícenásobné lineární regrese se třemi vysvětlujícími proměnnými (nominální HDP, osobní spotřební výdaje a příjmy) a jednou vysvětlovanou proměnou (tržby v sektoru telekomunikací).

Sestrojíme regresní funkci podle následujícího vztahu: [8]

$$\text{Tržby v odvětví} = a + b * \text{nom. HDP} + c * \text{osobní výdaje} + d * \text{osobní příjmy} \quad (20)$$

Kde

a, b, c, d... regresní koeficienty

Na základě regresní analýzy v tabulkovém kalkulátoru Excel získáváme výsledky, které zobrazuje tabulka č. 5.

Tab. č. 5: Statistický test - vícenásobná lineární regrese se třemi regresory

Koeficienty	Hodnota koeficientu	Hodnota P
a	151650,674202	0,003097
b	-52,173309	0,049420
c	96,043724	0,008263
d	10,289975	0,381040
	Index determinace	0,994202
	Významnost F	0,000005

Zdroj: Vlastní zpracování

Lineární regresní model se třemi nezávislými proměnnými lze jako celek označit na hladině významnosti 5% za statisticky významný (Významnost $F < 0,05$). Pokud se zaměříme na výsledky t-testu, statisticky nevýznamný je na hladině významnosti 5% regresor osobních příjmů (Hodnota $P > 0,05$), tudíž ho z regresního modelu vyloučíme a provedeme obdobný test se dvěma zbývajících regresory⁴⁹ (nominální HDP a spotřebitelské výdaje).

Tab. č. 6: Statistický test - vícenásobná regrese se dvěma regresory

Koeficienty	Hodnota koeficientu	Hodnota P
a	137408,4273	0,001253
b	-42,2303	0,049964
c	95,7885	0,005410
	Index determinace	0,9931322
	Významnost F	0,0000003

Zdroj: Vlastní zpracování

Zjednodušený regresní model je jako celek na hladině významnosti 5% statisticky významný (Významnost $F < 0,05$). Na rozdíl od předcházejícího modelu jsou oba regresory (Hodnota $P < 0,05$) na hladině významnosti 5% rovněž statisticky významné.

Kvalitu závislosti hodnotíme na základě vícenásobného indexu determinace za velmi vysokou. Regresní model popisuje více než 99,3% variability vysvětlujících proměnných.

Na základě pozitivních výsledků statistických testů využijeme tento model se dvěma regresory (nominálního HDP a osobních spotřebních výdajů) při prognóze sektorové poptávky.

Jakmile dosadíme do regresního modelu prognózované hodnoty pro daný fiskální rok z tabulky č. 6, získáváme odhad tržeb v sektoru telekomunikací v letech 2013-2015 (viz tabulka č. 7).

Tab. č. 7: Vývoj tržeb v americkém sektoru telekomunikací (2006-2015)

Období (rok)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Tržby v telekom. sektoru (mil. USD)	460 627	480 030	498 058	495 062	507 533	526 054	541 480	559 385	578 036	594 809
Míra růstu tržeb v telekom. sektoru [%]	3,54%	4,21%	3,76%	-0,60%	2,52%	3,65%	2,93%	3,31%	3,33%	2,90%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z United States Census Bureau (2013)

⁴⁹ Viz tabulka č. 6

4.4 Odhad tržního podílu AT&T Inc.

V rámci této části práce se zaměříme zejména na

- analýzu atraktivity trhu, analýzu vnitřního potenciálu a celkové perspektivnosti společnosti, jejichž teoretický výklad je předmětem druhé kapitoly,
- predikci budoucího tržního podílu AT&T Inc. s ohledem na výstupy z výše uvedených analýz a historický vývoj tržního podílu.

4.4.1 Analýza atraktivity trhu

V rámci analýzy atraktivity trhu se zaměříme na identifikaci a ohodnocení hlavních odvětvových faktorů, které determinují možnosti prodeje a vývoj poptávky společnosti AT&T Inc. [8] Na základě kvalitativního ohodnocení jednotlivých faktorů určíme úroveň celkové atraktivity trhu. Postup při ohodnocení jednotlivých faktorů je předmětem podkapitoly 2.3.

Velikost a růst trhu

Tab. č. 8: Velikost a růst trhu v sektoru telekomunikací (2009-2012)

NAICS	Sektory podle NAICS	Ø tempo růstu (2003-2012)	2009	Roční změna	2010	Roční změna	2011	Roční změna	2012
	Nominální HDP	3,9%	13 973 700	3,8%	14 498 900	4,0%	15 075 700	4,0%	15 676 000
51	Informace	3,2%	1 074 959	3,3%	1 110 225	4,6%	1 160 849	3,8%	1 204 824
517	Telekomunikace	3,1%	495 062	2,5%	507 533	3,6%	526 054	2,9%	541 480
5171	Pevné linky a internet. připojení	-2,8%	172 675	-2,3%	168 759	-1,5%	166 277	-1,4%	163 949
5172	Bezdrátové telekomunikace	7,4%	185 684	5,3%	195 525	7,3%	209 873	5,8%	222 085
5175	Kabelová televize	5,6%	114 327	6,1%	121 300	4,8%	127 134	3,8%	131 939
Nominální HDP a tržby jsou vyjádřeny v mil. USD									

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z United States Census Bureau (2013)

Růst trhu je jeden z klíčových faktorů atraktivity trhu. V případě, že trh stagnuje, dochází k jeho postupné saturaci a snižování ziskovosti firem v odvětví. Z tabulky č. 8 je zřejmé, že průměrné tempo růstu telekomunikačního trhu lze považovat za mírně podprůměrné v porovnání s růstem nominálního HDP. Tahounem odvětví je trh bezdrátových telekomunikačních služeb a kabelové televize. Celkový růst trhu ovšem brzdí pokles tržeb v segmentu pevných telekomunikačních služeb. [13]

Z hlediska velikosti trhu je sektor telekomunikací velmi atraktivní. Samotná mobilní síť společnosti AT&T Inc. má pokrytí pro potenciálních 275 miliónů zákazníků ve více než 2000 amerických městech. [33] Americký telekomunikační trh má obrovský zákaznický potenciál. Odvětví s tržbami okolo 541 miliard dolarů v roce 2012 patří k největším subsektorům (podle NAICS) v segmentu služeb. [13] Velikost trhu budeme v porovnání s růstem trhu považovat za méně významný faktor s velmi pozitivním ohodnocením z hlediska vlivu na možnosti prodeje.

Rentabilita v odvětví

Dalším průměrně signifikantním faktorem atraktivity trhu je rentabilita v odvětví. Telekomunikační sektor je z pohledu rentability vlastního kapitálu (ROE) a rentability kapitálu (ROC⁵⁰) nadprůměrný. Podle údajů z ledna 2013 dosahovala hodnota ukazatele ROE v telekomunikačním sektoru hodnoty 13,8%, zatímco průměr všech amerických odvětví byl 12,9%. Ukazatel ROC se pohyboval na úrovni 13,7% oproti průměrné hodnotě trhu 12,9%. [26] Rentabilita v telekomunikačním odvětví je v souladu s průměrem celkového amerického trhu.

Konkurence v odvětví

Mezi největší konkurenty společnosti AT&T Inc. patří především Verizon Communications Inc., Sprint Nextel Corp., T-Mobile a mnoho dalších menších, převážně regionálních telekomunikačních společností. [16] Tržby společnosti AT&T Inc. rozdělujeme do třech základních segmentů⁵¹. Společnost však v květnu 2012 opustila sektor reklamních služeb a v současnosti se zaměřuje pouze na dvě stěžejní oblasti, tj. poskytování bezdrátových a pevných telekomunikačních služeb. [16] Konkurenci společnosti tedy vymežíme v rámci těchto dvou segmentů.

Tab. č. 9: Vývoj tržeb v jednotlivých produktových segmentech AT&T Inc. (2009-2012)

Tržby v mil. USD	2008	Změna	2009	Změna	2010	Změna	2011	Změna	2012
Bezdrátové telekomunikace	49 174	8,8%	53 504	9,3%	58 501	8,1%	63 215	5,6%	66 763
Pevné telekomunikační služby	67 890	-6,3%	63 621	-2,9%	61 761	-2,6%	60 140	-1,0%	59 567
Reklamní služby	5 416	-12,8%	4 724	-16,7%	3 935	-16,3%	3 293	-68,1%	1 049
Pevné linky (v tis.)	55 610	-14,5%	47 534	-11,9%	41 883	-12,3%	36 734	-13,2%	31 887

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2010, 2011, 2012)

⁵⁰ Return On Capital

⁵¹ Viz oranžová pole v tabulce č. 9

Společnost AT&T Inc. čelí v segmentu bezdrátových telekomunikací vyšší konkurenci než v minulosti. V důsledku zmírnění legislativní regulace ze strany Federální komise pro komunikaci (FCC⁵²) došlo v posledních letech k přílivu nové konkurence do odvětví. V současnosti pět operátorů pokrývá mobilním signálem více než 90% obyvatelstva. [16]

Na druhou stranu segment bezdrátových telekomunikací stále podléhá značné regulaci. Růst tržeb AT&T Inc. v tomto segmentu trhu je v porovnání s růstem nominálního HDP dlouhodobě nadprůměrný⁵³, což signalizuje, že tento segment zatím není stávající konkurencí zasycen a stále existuje prostor pro vstup nových firem do odvětví.

V segmentu pevných linek čelí společnost konkurenci ze strany poskytovatelů bezdrátových mobilních a alternativních telekomunikačních služeb (VoIP telefonů⁵⁴). [16] Tyto technologie se v porovnání s klasickými pevnými linkami stávají levnějšími a uživatelsky příjemnějšími. Z pohledu celkového trhu však dochází pouze k technologické transformaci, tj. nahrazování pevných linek⁵⁵ mobilními a IP zařízeními. Celkový pokles tržeb v oblasti pevných telekomunikačních služeb brzdí rostoucí trh kabelové televize⁵⁶ a internetového připojení, kde stále existuje prostor pro vstup nových firem do odvětví.

Ze závěrů analýzy trhu vyplývá, že trh v segmentu pevných linek je do jisté míry satureován a není zde prostor k dalšímu růstu. V klíčových segmentech trhu (bezdrátové telekomunikace, digitální televize a internetové připojení) není intenzita konkurence zatím příliš vysoká, proto hodnotíme celkový trh z hlediska koncentrace stávající konkurence stále pozitivně. Konkurence na trhu je faktor s podstatným vlivem na poptávku a možnosti prodeje firmy. Závěry ohledně slabší intenzity konkurenčních sil z pohledu celého trhu potvrzuje historický vývoj tržních podílů⁵⁷ společnosti AT&T Inc., která neztrácí svůj tržní podíl na úkor stávající konkurence.

⁵² Federal Communications Commission - vydává v současnosti šest i více licencí na provozování mobilní sítě v každé servisní oblasti.

⁵³ Růst tržeb AT&T Inc. v segmentu bezdrátových telekomunikací znázorňuje tabulka č. 9.

⁵⁴ Voice over Internet Protocol - telefonní zařízení, které umožňuje hlasový přenos prostřednictvím počítače a internetového připojení.

⁵⁵ Odliv zákazníků AT&T Inc. využívajících pevné linky k alternativním technologiím reprezentuje tabulka č. 9.

⁵⁶ Viz tabulka č. 9

⁵⁷ Historický vývoj tržních podílů znázorňuje tabulka č. 16.

Noví potenciální zákazníci

Mezi největší vstupní bariéry v telekomunikačním trhu patří enormní kapitálová náročnost a legislativní překážky. Toto platí zejména v segmentu pevných linek, kde je riziko přílivu nových firem s klasickými analogovými hlasovými službami minimální. Na druhou stranu neexistence regulačních opatření v oblasti alternativních technologií způsobuje příliv nové konkurence v oblasti VoiP telefonů, které pravděpodobně nahradí klasické pevné linky.

Telekomunikační trh prochází enormními technologickými změnami. Klíčovými segmenty trhu jsou bezdrátové telekomunikace a poskytování internetu. Legislativní bariéry a kapitálová náročnost při vstupu na trh internetových služeb nejsou vysoké, tudíž se očekává další příliv nové, zejména regionální konkurence. [16]

Co se týče segmentu bezdrátových mobilních služeb, regulační úřad FCC vydává každý rok nové licence na provozování mobilní sítě v daných servisních oblastech. Úřad plánuje v následujících letech uskutečnit další aukce mobilních frekvencí a trh více liberalizovat. [16] Společnost očekává příliv nových mobilních operátorů, což může způsobit pokles ziskových marží v odvětví. Na druhou stranu mobilní telekomunikační trh bude vždy do jisté míry legislativně regulován, protože počet licencí na provozování mobilní sítě je kapacitně omezen. Další přetrvávající vstupní bariérou bude poměrně vysoká kapitálová náročnost.

Očekávaný příliv nové konkurence do klíčových segmentů trhu představuje podle vyjádření managementu [16] významnou hrozbu i přes existenci vstupních bariér. Faktor přílivu nové konkurence má velkou váhu v rámci celkového hodnocení atraktivity odvětví.

Vyjednávací síla zákazníků

Dalším poměrně důležitým faktorem atraktivity trhu je vyjednávací síla zákazníka. Diferenciace telekomunikačních, datových a internetových služeb není z hlediska kvality příliš vysoká. Zákazníci se při volbě dodavatele služeb rozhodují zejména na základě nejnižší ceny, což indikuje vysokou vyjednávací sílu zákazníka.

Na druhou stranu zákaznická struktura telekomunikačních firem je z velké části tvořena smluvními zákazníky⁵⁸ s dotovanými chytrými telefony nebo jinými zvýhodněnými službami. [16] Transakční náklady (např. při nedodržení smluvní doby nebo jiných podmínek) jsou pro

⁵⁸ 90% uživatelů služeb od společnosti AT&T Inc. jsou smluvními zákazníky.

smluvního zákazníka poměrně vysoké, což podstatně snižuje jeho vyjednávací sílu. V segmentu velkých firemních zákazníků, kteří využívají především specializované služby na míru [33], jsou transakční náklady velmi vysoké. Tento faktor je hlavní příčinou jejich slabší vyjednávací síly.

Celková vyjednávací síla zákazníka není vzhledem ke smluvním podmínkám příliš vysoká, což považujeme za pozitivní z hlediska možností prodeje a atraktivity trhu.

Vyjednávací síla dodavatelů

Produktem telekomunikačních firem jsou zejména služby, které zajišťují přenos různých forem informací. Firmy v odvětví nemohou nabízet své služby bez specializovaných zařízení, mobilních telefonů, optických vláken, specializovaného softwaru apod., což zvyšuje jejich závislost na dodavatelských firmách. Mezi těmito dodavateli však existuje ve Spojených státech velmi silná konkurence a jejich vyjednávací síla tak výrazně klesá.

Možnosti substituce

Společnost AT&T Inc. čelí hrozbě pokračujícího odlivu uživatelů pevných linek k substitučním produktům. Jedná se zejména o konkurenční VoiP telefony. Tato internetová technologie přenosu hlasu je podstatně levnější z důvodu nižších provozních nákladů. Cenám těchto služeb není společnost v segmentu pevných linek schopna konkurovat. Tabulka č. 9 znázorňuje výrazný odliv zákazníků v segmentu pevných linek. Společnost AT&T Inc. naráží při rozšíření prodeje VoiP technologií na legislativní nařízení týkající se porušování hospodářské soutěže, což by mohlo vyústit v nákladné žaloby a soudní spory. [16]

Na druhou stranu společnost postupně transformuje svůj mix tržeb, přičemž posiluje segment bezdrátových technologií⁵⁹ a snižuje podíl pevných komunikačních služeb na celkových tržbách. Společnost rovněž plánuje v delším časovém horizontu větší rozšíření prodeje VoiP technologií, které proběhne souběžně s postupným omezováním obchodních aktivit v segmentu pevných linek, čímž se vyhne soudním sporům. [16] Z těchto důvodů přiřadíme negativně se vyvíjejícímu faktoru atraktivity trhu nižší váhu v celkovém hodnocení.

⁵⁹ V roce 2012 se tržby ze segmentu bezdrátových technologií podílely 53% na celkových tržbách (oproti 46% v roce 2009).

Příležitosti k rozvoji technologických inovací

Americký telekomunikační sektor zažil v posledních letech doslova technologickou revoluci. Chytré telefony a tablety s datovým připojením změnily způsob a intenzitu užívání mobilních zařízení. Telekomunikační průmysl se spolu s producenty mobilních zařízení dostal mezi špičku amerického hospodářství. [16]

Tržní příležitosti v nové "éře chytrých telefonů" skýtají zejména v rozšiřování vysokorychlostní mobilní datové sítě LTE-4G⁶⁰ a ve virtuální konektivitě všech běžných zařízení a věcí s mobilními přístroji. [16] Virtuální konektivita na bázi bezdrátových technologií se dramaticky rozšiřuje do všech aspektů lidského života, podnikové sféry a komerčního využití. Obrovské tržní příležitosti v oblasti hledání mezer na trhu a rozvoje nových technologií jsou klíčovým faktorem atraktivity celého odvětví, možností prodeje a velikosti poptávky.

Na základě kvalitativního ohodnocení jednotlivých odvětvových faktorů vytvoříme diagram a posoudíme celkovou atraktivitu telekomunikačního trhu. Postup při hodnocení je popsán v podkapitole 2.3.

Tab. č. 10: Diagram atraktivity telekomunikačního trhu (2009-2012)

Faktory	Váha	Bodové ohodnocení faktorů atraktivity							Body	Váha x Body	Max. počet bodů	
		Negativní		Průměrné			Pozitivní					
		0	1	2	3	4	5	6				
Velikost trhu	2							x		5	10	12
Růst trhu	3			x						2	6	18
Ziskovost trhu	2				x					3	6	12
Intenzita stávající konkurence	3					x				4	12	18
Příliv nové konkurence	3		x							1	3	18
Vyjednávací síla zákazníků	2					X				4	8	12
Vyjednávací síla dodavatelů	1					X				4	4	6
Možnosti substituce	1		x							1	1	6
Tržní příležitosti v oblasti rozvoje technologických inovací	3							x		5	15	18
Body celkem										65	120	

Zdroj: Vlastní zpracování na základě publikace Metody oceňování podniku (2011) – Mařík, M.

Z diagramu atraktivity trhu vyplývá, že přidělením vah a bodů jednotlivým faktorům jsme dosáhli celkového hodnocení 54,2% (podíl 65 a 120 bodů). Z analýzy vyplývá, že atraktivita trhu se pohybuje okolo průměru. Ohodnocení atraktivity trhu bude spolu s ohodnocením

⁶⁰ Long-Term Evolution - Fourth Generation je v současnosti nejmodernější mobilní technologie vysokorychlostního přenosu dat.

vnitřního potenciálu společnosti informačním vstupem do analýzy celkové perspektivnosti trhu (Bostonské matice) [8], ze které odvodíme předpokládaný vývoj tržního podílu.

Tabulka č. 11 obsahuje výčet hlavních tržních příležitostí a hrozeb společnosti AT&T Inc., které vyplývají z analýzy atraktivity trhu.

Tab. č. 11: Hlavní tržní příležitosti a hrozby společnosti AT&T Inc.

Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Nadprůměrný růst trhu v segmentu bezdrátových telekomunikačních služeb 	<ul style="list-style-type: none"> Odliv zákazníků ze segmentu hlasových analogových služeb (pevné linky)
<ul style="list-style-type: none"> Velikost celkového trhu 	<ul style="list-style-type: none"> Legislativní opatření vůči AT&T Inc. omezující rozšíření prodeje VoiP technologií
<ul style="list-style-type: none"> Rozšiřování mobilní datové sítě LTE-4G 	<ul style="list-style-type: none"> Uvolňování regulace na trhu mobilních bezdrátových služeb
<ul style="list-style-type: none"> Rozvoj nových technologií v oblasti bezdrátových technologií a virtuální konektivity s mobilními zařízeními 	<ul style="list-style-type: none"> Příliv nových konkurenčních firem na trh bezdrátových mobilních služeb

Zdroj: Vlastní zpracování

4.4.2 Analýza vnitřního potenciálu

Trh může být z hlediska tržních příležitostí velmi atraktivní. Pokud však společnost nemá dostatečné interní zdroje a potenciál, aby využila těchto příležitostí a dokázala vzdorovat tržním rizikům, pak snižuje svou konkurenceschopnost a její tržní podíl může klesat. V rámci této analýzy zhodnotíme hlavní interní faktory s vlivem na konkurenční pozici AT&T Inc. Postup při stanovení konkurenční pozice na trhu je definován v podkapitole 2.3.

Cenová politika

Intenzita stávající konkurence v americkém telekomunikačním odvětví není vzhledem k vstupním bariérám příliš vysoká⁶¹ a trh se vyznačuje oligopolními prvky. Z tohoto důvodu drží čtyři největší konkurenti (AT&T, Verizon Communication, Sprint Nextel, T-Mobile USA) [16] převážnou část tržního podílu. Tyto čtyři společnosti nejsou nuceny razantně bojovat o zákazníky pomocí nástrojů cenové politiky.

Cenový boj o zákazníky na trhu by vedl ke snižování ziskových marží v celém odvětví. Cenová elasticita je vzhledem k nízké diferenciaci nabízených služeb poměrně vysoká a výrazné snížení cen jednoho z konkurentů by musely dorovnat i ostatní společnosti, aby

⁶¹ Viz analýza atraktivity trhu

neztratily svou konkurenceschopnost na trhu. AT&T Inc. a její největší konkurenti na trhu udržují podobnou cenovou úroveň.

V odvětví se však očekává příliv nové konkurence, která bude získávat své zákazníky zejména pomocí nástrojů cenové politiky. Příkladem je malý operátor Cricket, který funguje na bázi internetového obchodu, čímž minimalizuje své náklady a ceny stanovuje podstatně níže než čtyřka velkých operátorů. [23] S ohledem na očekávaný příliv levnější konkurence, která však nebude vzhledem ke své velikosti schopna pokrýt trh po celých Spojených státech, ohodnotíme cenovou úroveň společnosti AT&T Inc. jako mírně podprůměrnou.

Šíře sortimentu

Společnost AT&T Inc. je lídrem amerického telekomunikačního trhu, což dokazuje i šíří svého sortimentu. Produktové portfolio AT&T Inc. tvoří služby v oblasti bezdrátových telekomunikací, digitální televize, vysokorychlostního internetu, pevných linek a specializovaných služeb pro korporátní klientelu. [16, 18] V šíři sortimentu konkuruje AT&T Inc. pouze společnost Verizon Communications Inc. [39] Ostatní konkurenti se specializují pouze na jednotlivé oblasti výše uvedených služeb. Velká šíře sortimentu umožňuje společnosti nabízet komplexní, cenově zvýhodněné balíčky pro domácnosti a firmy, [18] což lze považovat za pozitivní z hlediska potenciálu prodeje.

Hloubka sortimentu

Strategií AT&T Inc. je dlouhodobě nabízet vysoký počet variant služeb v rámci výše uvedených produktových segmentů. Tento klíčový prvek produktové politiky výrazně odlišuje AT&T Inc. od její konkurence. Společnost si například stanovila nabízet zákazníkovi minimálně 16 typů chytrých telefonů od 9 největších výrobců [16], což zvyšuje její možnosti prodeje a snižuje závislost na klíčových dodavatelích.

Mezi nejprodávanější telekomunikační produkty současnosti patří v USA chytré telefony a tablety značky Apple. Zákazníci mají možnost pořídit si dotovaný chytrý telefon iPhone 5⁶² v kombinaci s nejširší nabídkou smluvních tarifů právě u společnosti AT&T Inc. [18, 39, 40, 41] Velký počet variant služeb nabízí AT&T Inc. i v dalších klíčových segmentech trhu (např.

⁶² Nejnovější typ chytrého telefonu značky Apple.

rodinné plány na mobilní služby, mobilní datové tarify pro tablety a další) s cílem oslovit širokou škálu zákazníků. [16]

Kvalita a dostupnost služeb

Jak již bylo zmíněno, nízká diferenciací kvality služeb v telekomunikačním odvětví způsobuje, že rozhodujícím kritériem prodeje je nabízená cena. Na druhou stranu uživatelé služeb v určité míře zohledňují i kvalitativní prvky nabízených služeb (např. kvalita signálu, rychlost internetového připojení apod.).

Na základě nezávislého průzkumu, který hodnotil kvalitu hovorů a zákaznického servisu mezi 63 000 uživateli mobilních služeb, se AT&T Inc. umístila v posledních třech letech až na 4. místě za Verizon Communication, Sprint Nextel a T-Mobile USA. Špatné hodnocení v tomto segmentu kvality mírně první místo v rychlosti datové sítě LTE-4G. V celkovém hodnocení se v porovnání s konkurencí umístila mírně pod průměrem trhu. [46]

Z hlediska geografické dostupnosti služeb disponuje konkurenční společnost Verizon Communications Inc. výrazně rozsáhlejší sítí s LTE-4G technologií přenosu mobilních dat. Oproti ostatním konkurentům je mobilní síť s technologií LTE-4G od AT&T Inc. rozsáhlejší. [46] Prodejní možnosti jsou však oproti největšímu konkurentovi v oblastech bez pokrytí signálu s technologií LTE-4G limitovány. AT&T Inc. však investuje do rozšíření sítě [16], čímž postupně zmírňuje rozdíly v geografické dostupnosti služeb s technologií LTE-4G. Faktor dostupnosti služeb hodnotíme pro účely celkového ohodnocení mírně podprůměrně.

Účinnost reklamy

AT&T Inc. investovala v roce 2012 do reklamních aktivit cca 2,9 miliardy USD. Společnost využívá prakticky všech informačních médií k propagaci svých služeb a firemní image. [16] Pokud provedeme srovnání účinnosti reklamy, AT&T Inc. potřebovala v roce 2012 na získání 1 dolaru tržeb cca 2,3 centu výdajů na reklamu [16], čímž se spolu se společností Verizon Communications Inc.⁶³ [36] řadí ke společnostem s nadprůměrnou účinností reklamy v odvětví. Další dva největší konkurenti Sprint Nextel a T-mobile USA vykazovali v posledních letech o cca 80% vyšší výdaje na reklamu a propagaci v poměru k tržbám [34, 35] než AT&T Inc.

⁶³ Hlavní konkurent Verizon potřeboval na získání 1 dolaru tržeb cca 2,1 centu výdajů na reklamu a propagaci.

Image firmy

Firemní image patří mezi silné stránky společnosti. Velmi dobrou image si AT&T Inc. vybudovala zejména na základě své dlouholeté tradice, velikosti, důvěry zákazníků, pozitivní mediální prezentaci, financování veřejně prospěšných aktivit, profesionality apod. AT&T Inc. je schopna díky své dobré image oslovit více zákazníků než začínající konkurenční firmy i v případě vyšších cen.

Výzkum a vývoj

Pravidelný úspěch společnosti v oblasti technologických inovací je nejdůležitějším kritériem pro udržení konkurenceschopnosti. AT&T Inc. zaměstnává více než 1300 výzkumných pracovníků a patří v odvětví mezi technologickou špičku. Společnost uvádí na trh inovace rychleji než v minulosti především zásluhou reorganizace procesů v oblasti výzkumu a vývoje. [16]

Reorganizace procesů se týká dlouhodobé spolupráce s externími výzkumnými centry, univerzitami a začínajícími technologickými firmami (tzv. "startups"), které prezentují nové myšlenky a nápady. Společnost následně vybírá nejnadějnější projekty a promptně poskytne kapitál a interní personální zdroje na jejich intenzivní vývoj. Společnost díky reorganizaci procesů zvýšila efektivnost a snížila náklady tím, že zapojuje své personální zdroje pouze do životaschopných projektů. AT&T Inc. dnes uvádí na trh inovace 3 krát rychleji než v minulosti. [16, 33]

Společnost vypracovala dlouhodobý plán výzkumu a vývoje, který počítá s pokračujícím vývojem technologií v oblasti bezdrátové konektivity mobilních zařízení s běžnými přístroji, automatizace v automobilové dopravě, bezdrátového platebního styku, LTE-4G technologie apod. Společnost AT&T má v současnosti více než 90% úspěšnost při žádostech o patentování výsledků výzkumu. [16] Výzkum a vývoj patří dlouhodobě k velmi silným stránkám společnosti.

Kvalita managementu

Kvalita managementu patří mezi nejdůležitější interní faktory výkonnosti firmy. Management přijímá klíčová rozhodnutí o tom, jakými produkty osloví zákazníka, na jaké trhy a zákazníky se zaměří, jakou konkurenční strategii zvolí při prodeji výrobků, v jakých oblastech bude investovat do rozvoje společnosti apod. [8]

Generálním ředitelem společnosti AT&T Inc. se stal v roce 2007 Randall Stephenson, který v minulosti působil na několika vedoucích pozicích v AT&T Inc. a jiných telekomunikačních společnostech. Od nástupu Stephensona společnost významně zvýšila své investice do rozvoje bezdrátových technologií a internetových služeb, díky čemuž si udržela svou konkurenceschopnost na trhu. Žádná jiná společnost dle vyjádření managementu neinvestovala v tomto období více finančních prostředků do rozvoje amerického hospodářství (např. do rozvoje telekomunikační infrastruktury) než AT&T Inc. [33]

Nový management rovněž spustil nejrozsáhlejší dlouhodobou investici do podpory vědeckých a studentských programů v historii společnosti. Tyto investice již dnes přinášejí úspěchy na poli technologických inovací a získávání talentovaných absolventů. [33]

Vzhledem ke změně v celkové strategii v oblasti investiční a produktové politiky, výzkumu a vývoje, spolupráce s výzkumnými centry a špičkovými univerzitami apod., hodnotíme kvalitu nového managementu pozitivně.

Investice a majetek

Kapitálové výdaje do hmotného fixního majetku jsou klíčovým předpokladem budoucího růstu společnosti. Jak již bylo zmíněno, s příchodem nového managementu v roce 2007 společnost významně investovala zejména do rozvoje telekomunikační infrastruktury. [16]

Společnost AT&T Inc. v roce 2012 více než zdvojnásobila mobilní síť LTE-4G [16], čímž zmírnila výrazný náskok konkurenta Verizon Communications Inc. v geografické dostupnosti.

Tab. č. 12: Kapitálové výdaje a investice (2009-2012)

	2009	2010	2011	2012
Kapitálové výdaje AT&T Inc. [mil. USD]	17294	20302	20272	19728
Odpisy hmotného fixního majetku AT&T Inc. [mil. USD]	15959	16402	16368	16933
Obrat hmotného fixního majetku = Tržby / Fixní hmotný majetek				
AT&T Inc.	1,23	1,20	1,18	1,16
Verizon Communications Inc.	1,17	1,21	1,25	1,31
Sprint Nextel Corp.	1,76	2,14	2,40	2,60
T-Mobile USA	1,63	1,62	1,62	1,54

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2010, 2011, 2012); Yahoo! Finance (2013)

Tabulka č. 12 znázorňuje rozdíly v investiční politice společnosti AT&T Inc. a jejích konkurentů. Ukazatel obratu fixního hmotného majetku společnosti AT&T Inc. v posledních letech mírně klesal, poněvadž kapitálové výdaje po odečtení ročních odpisů rostly rychlejším

tempem než tržby. Velmi pozitivně hodnotíme skutečnost, že společnost dlouhodobě vykazuje kladné roční přírůstky hmotného fixního majetku (po odečtení odpisů), čímž podporuje potenciál dlouhodobého růstu.

Ukazatel obratu hmotného fixního majetku u největších konkurentů stagnoval nebo rostl. Přestože tržby většiny konkurentů rostly, jejich kapitálové výdaje pokryly roční odpisy z důvodu slabé investiční politiky. Konkurenční firmy tak dosahují pouhé reprodukce majetku. Pokles ukazatele u T-Mobile USA [35] nebyl způsoben přírůstkem čistého fixního majetku a aktivní investiční politiky, ale poklesem celkových tržeb. Konkurenti společnosti AT&T Inc. dostatečně neinvestují do rozšiřování svých kapacit, což může limitovat jejich budoucí růstový potenciál.

Finanční analýza

Cílem finanční analýzy v rámci analýzy vnitřního potenciálu je především ohodnotit finanční rizika společnosti. [8]

Tab. č. 13: Finanční ukazatele společnosti AT&T Inc. (2009-2012)

Ukazatel	Vzorec	2009	2010	2011	2012
Likvidita					
Okamžitá likvidita (Cash Ratio)	$KFM / \text{Krátkodobý cizí kapitál}$	0,10	0,04	0,10	0,15
Pohotová likvidita (Quick Ratio)	$(KFM + \text{Kr. pohledávky}) / \text{Kr. cizí kapitál}$	0,50	0,43	0,53	0,55
Běžná likvidita (Current Ratio)	$\text{Oběžný majetek} / \text{Krátkodobý cizí kapitál}$	0,68	0,60	0,74	0,71
Zadluženost					
Stupeň zadlužení (D/E Ratio)	$\text{Úročený cizí kapitál} / \text{Vlastní kapitál}$	71,0%	59,3%	61,4%	75,6%
Úrokové krytí (Interest Coverage)	$\text{EBIT} / \text{nákladové úroky}$	6,24	6,54	2,61	3,77
Rentabilita					
Rentabilita kapitálu (ROC)	$\text{EBIT} * (1-d_E) / (\text{VK} + \text{ÚCK})$	8,3%	11,8%	3,4%	6,0%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	$\text{Čistý zisk} / \text{Vlastní kapitál}$	11,95%	17,79%	3,74%	7,86%
Rentabilita tržeb po dani (ROA)	$\text{Čistý zisk} / \text{Celková aktiva}$	4,52%	7,37%	1,46%	2,67%
Provozní marže (Operating Margin)	$\text{EBIT} / \text{Celkové tržby}$	17,14%	15,75%	7,27%	10,20%
Kde KFM (krátkodobý finanční majetek), VK (vlastní kapitál), ÚCK (úročený cizí kapitál), ROC (Return On Capital), ROE (Return On Equity), ROA (Return On Assets), d_E (efektivní daňová sazba), EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)					

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2010, 2011, 2012)

1. Likvidita

Ukazatele likvidity AT&T Inc. se vyznačují poměrně nízkými hodnotami, které jsou však v telekomunikačním odvětví standardní. Konkurent Verizon Communication Inc. vykázal

v roce 2012 podobnou úroveň ukazatelů likvidity⁶⁴. [36] Nízké hodnoty ukazatele běžné likvidity u telekomunikačních společností souvisí s velmi nízkými zásobami na skladě, poněvadž finálními produkty jsou zejména služby.

Druhým faktorem nízkých hodnot běžné a pohotové likvidity je výrazně kratší doba splatnosti pohledávek oproti době splatnosti závazků [16], což způsobuje vyšší krátkodobé závazky oproti pohledávkám.

Nízká úroveň okamžité likvidity je dána efektivním cash managementem. Společnost AT&T Inc. má permanentní přístup na kapitálový trh a případnou potřebu hotovosti zajišťuje emisí krátkodobého dluhu. [16] Z hlediska schopnosti společnosti AT&T Inc. dostát aktuálně splatným závazkům, nevidíme žádná finanční rizika.

2. Zadlužení

Společnost AT&T Inc. využívá ke svému rozvoji především cizí úročený kapitál, který emituje na kapitálovém trhu v podobě krátkodobých či dlouhodobých dluhopisů. Třetím minoritním druhem financování⁶⁵ je finanční leasing. Společnost v posledních letech neemitovala nové kmenové akcie. [16]

Průměrná úroveň stupně zadlužení firem v telekomunikačním odvětví se v současnosti pohybuje okolo 83%. [31] Stupeň zadlužení AT&T Inc. lze v porovnání s průměrem odvětví považovat za dlouhodobě stabilní (viz tabulka č. 13). V roce 2012 se úroveň ukazatele posunula blíže k průměru, poněvadž společnost emitovala nové dluhopisy a zpětně odkoupila 6% akcií v oběhu. [16]

Současná míra zadlužení společnosti nepředstavuje žádná větší rizika, což dokládá i dostatečná úroveň úrokového krytí⁶⁶. Míra zadlužení se v současnosti pohybuje v blízkosti odvětvového průměru. AT&T Inc. má v současnosti přístup k velmi levným penězům na kapitálovém trhu, čehož využívá k refinancování stávajícího dluhu historicky nejnižšími úrokovými sazbami. [16]

⁶⁴ Verizon Communications Inc. – běžná likvidita (0,79), pohotová likvidita (0,6), okamžitá likvidita (0,13) na konci roku 2012.

⁶⁵ Finanční leasing tvoří méně než 1% z celkového úročeného cizího kapitálu.

⁶⁶ AT&T Inc. by v roce 2012 pokryla nákladové úroky 3,8 krát z provozního zisku EBIT.

3. *Rentabilita*

Hodnoty ukazatelů ROE a ROC⁶⁷ indikují, že výnosnost kapitálu společnosti je v porovnání s odvětvovými standardy výrazně podprůměrná⁶⁸. [26]

K výraznému snížení rentability došlo v roce 2011, kdy jsou výsledky ukazatelů ovlivněny jednorázovým odpisem neúspěšné akvizice společnosti T-Mobile USA v hodnotě cca 2,9 mld. dolarů [16], která způsobila značný pokles provozního zisku EBIT, provozní marži na úrovni EBIT či čistý zisk (EAT⁶⁹). Společnost v roce 2011 a 2012 rovněž zvýšila dotaci na zvýhodněné chytré telefony s cílem získat nové smluvní zákazníky. Vzhledem k velmi nízkým úrovním ROE, ROC a ROA v porovnání s odvětvovým průměrem [26], hodnotíme rentabilitu společnosti spíše negativně.

Na základě kvalitativního ohodnocení jednotlivých interních faktorů vytvoříme diagram a posoudíme interní potenciál společnosti AT&T Inc. [8] Postup při hodnocení je popsán v podkapitole 2.3.

Tab. č. 14: Analýza vnitřního potenciálu AT&T Inc.

Faktory	Váha	Hodnocení							Body	Váha x Body	Max. počet bodů
		Převaha konkurence		Průměr			Převaha společnosti				
		0	1	2	3	4	5	6			
Cenová úroveň	3			x					2	6	18
Šíře sortimentu	1					x			4	4	6
Hloubka sortimentu	1						x		5	5	6
Kvalita služeb	2			x					2	4	12
Geografická dostupnost služeb	2			x					2	4	12
Účinnost reklamy	1					x			4	4	6
Image firmy	1						x		5	5	6
Výzkum a vývoj	3						x		5	15	18
Kvalita managementu	3					x			4	12	18
Investice a majetek	1						x		5	5	6
Finanční stabilita	3				x				3	9	18
Rentabilita společnosti	1		x						1	1	6
Body celkem										74	132

Zdroj: Vlastní zpracování na základě publikace Metody oceňování podniku (2011) - Mařík, M.

⁶⁷ Při výpočtu ukazatele ROC jsme pro účely porovnání s odvětvovými standardy využili efektivní daňovou sazbu vykázanou společností AT&T Inc. v jednotlivých letech. Při výpočtu průměrné hodnoty ROC v odvětví je rovněž použita průměrná efektivní daňová sazba za celé odvětví pro daný rok.

⁶⁸ Průměrná úroveň ukazatelů ROE a ROC v telekomunikačním odvětví se v roce 2012 pohybovala v rozmezí 13-14%.

⁶⁹ Earnings After Taxes

Přidělením vah a bodů jednotlivým interním faktorům jsme dosáhli celkového hodnocení 56,1% (podíl 74 a 132 bodů). Z analýzy vyplývá, že konkurenční pozice společnosti AT&T Inc. na trhu je mírně nadprůměrná. Celkové hodnocení vnitřního potenciálu společnosti bude jedním z informačních vstupů do analýzy perspektivnosti trhu (Bostonské matice), kterou využijeme k prognóze tržního podílu. [8]

Tab. č. 15: Hlavní silné a slabé stránky společnosti AT&T Inc.

Silné stránky	Slabé stránky
• Šíře a hloubka sortimentu	• Geografická dostupnost mobilní sítě s technologií LTE-4G oproti konkurenční společnosti Verizon
• Investice do rozvoje mobilní sítě s technologií LTE-4G	• Vyšší úroveň cen oproti menším konkurenčním firmám
• Kvalita nového managementu	• Značně podprůměrná rentabilita kapitálu
• Reorganizace procesů v oblasti výzkumu a vývoje	• Podprůměrná kvalita služeb na základě zákaznických průzkumů

Zdroj: Vlastní zpracování

4.4.3 Analýza perspektivnosti společnosti

V rámci této části zpracujeme prognózu budoucího tržního podílu společnosti AT&T Inc. na základě historického vývoje tržních podílů a výstupů z analýzy perspektivnosti firmy. [8]

Tab. č. 16: Tržní podíl společností v americkém telekomunikačním odvětví (2008-2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
Telekomunikační sektor [mil. USD]	498 058	495 062	507 533	526 054	541 480
AT&T Inc. [mil. USD]	117 064	117 125	120 262	123 355	126 330
Tržní podíl AT&T Inc. [%]	23,5%	23,7%	23,7%	23,4%	23,4%
Verizon Communications Inc. [mil. USD]	97354	107808	106565	110875	115846
Tržní podíl Verizon Communications Inc. [%]	19,5%	21,8%	21,0%	21,1%	21,4%
Sprint Nextel Corp. [mil. USD]	35635	32260	32563	33679	35345
Tržní podíl Sprint Nextel Corp. [%]	7,2%	6,5%	6,4%	6,4%	6,5%
T-Mobile USA [mil. USD]	21885	21531	21347	20618	19719
Tržní podíl T-Mobile USA [%]	4,4%	4,3%	4,2%	3,9%	3,6%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2010, 2011, 2012); United States Census Bureau (2013); Yahoo! Finance (2013)

Historický vývoj tržních podílů čtyř největších konkurentů v telekomunikačním odvětví je poměrně stabilní, což podporuje tvrzení, že trh není stávající konkurencí saturován.

Tržby společnosti AT&T Inc. jsou pro účely výpočtu tržního podílu očištěny o produktový segment reklamních služeb, který společnost opustila v květnu 2012. [16] Tento segment zároveň není podle uspořádání NAICS zařazen do telekomunikačního sektoru. [32]

Společnost AT&T Inc. již nebude v budoucnu vykazovat tržby z tohoto segmentu, které v minulých letech výrazně klesaly a zpomalovaly tím celkový růst tržeb společnosti⁷⁰. [16]

Z historického vývoje vyplývá, že tržní podíl AT&T Inc. v telekomunikačním trhu je v posledních 5 letech stabilizovaný a jeho hodnota se ustálila v rozmezí mezi 23,4 – 23,7%.

Obr. č. 4: Diagram perspektivnosti společnosti AT&T Inc. (Bostonská matice)

Konkurenční síla ↑	Velká	3	2	1
		Podniky, které by měly změnit předmět svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6	5	4
		Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9	8	7
		Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká

Zdroj: Mařík, M. - Metody oceňování podniku (2011)

Na základě výstupů z analýzy atraktivity (hodnocení 54,2%) a vnitřního potenciálu (hodnocení 56,1%) se společnost AT&T Inc. nachází v segmentu „podniků s přijatelnou perspektivou“. Tento segment je typický pro větší stabilizované společnosti ve fázi zralosti se stabilním růstem tržeb na úrovni průměru celkového odvětví. [8]

Na základě historického vývoje tržního podílu a analýzy perspektivnosti odhadujeme, že společnost vzhledem k mírně nadprůměrné atraktivitě trhu a konkurenční pozici dlouhodobě udrží svůj tržní podíl na stávající úrovni z let 2011 a 2012. Očekávaný příliv nové konkurence pravděpodobně nedovolí společnosti zvýšit svůj tržní podíl na úkor stávající konkurence. Na druhou stranu společnost by neměla vzhledem ke svým silným stránkám zejména v oblasti výzkumu a vývoje a rozvoje technologických inovací svůj budoucí tržní podíl ztrácet.

Na základě vzorce č. 4 odvodíme tempo růstu tržeb v letech 2013-2015. Vzhledem k předpokladu, že tržní podíl společnosti zůstane dlouhodobě stabilní na úrovních z roku 2011 a 2012, je index změny tržního podílu v jednotlivých letech roven 1. Míra růstu tržeb společnosti bude v korelaci s vývojem tržeb v telekomunikačním odvětví. Vývoj tržeb AT&T Inc. je znázorněn v tabulce č. 17.

⁷⁰ Vývoj tržby v segmentu reklamy jsou znázorněn v tabulce č. 9.

Tab. č. 17: Prognóza tržeb společnosti AT&T Inc.

Období rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	Terminální růst
Míra růstu tržeb [%]	3,80%	-0,75%	1,44%	1,97%	0,56%	2,41%	3,33%	2,90%	3,06%
Tržby [mil. USD]	123 443	122 513	124 280	126 723	127 434	130 507	134 859	138 772	

Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo růstu celkových tržeb AT&T Inc. dlouhodobě snižoval segment reklamních služeb⁷¹, tudíž společnost v minulosti nedosáhla na tempo růstu tržeb v odvětví⁷². Nicméně segment reklamních služeb již nebude v následujících letech tempo růstu celkových ročních tržeb AT&T Inc. ovlivňovat⁷³.

Prognóza celkových tržeb pro rok 2013 není v souladu s prognózovaným růstem odvětví ve výši 3,31%⁷⁴, poněvadž jsme toto tempo růstu odvětví vztáhli k tržbám AT&T Inc. za 2012, které jsou očištěné o tržby ze segmentu reklamních služeb.

Pro účely prognózy volných peněžních toků v rámci 2. pokračující fáze⁷⁵ metody FCFF, jsme stanovili terminální tempo růstu tržeb na úrovni 3,06%. Toto tempo růstu jsme určili pro období od roku 2016, kdy již nejsou k dispozici prognózy makroekonomických indikátorů od agentury S&P. Hodnota vychází z geometrického průměru historických měr růstu tržeb v odvětví za posledních 10 let. Toto tempo růstu je založeno na závěrech z analýzy prostředí a interního potenciálu, že společnost AT&T Inc. dlouhodobě udrží stávající tržní podíl a její tržby porostou v souladu s poptávkou po službách v telekomunikačním odvětví.

⁷¹ Údaje o záporných mírách růstu tržeb v segmentu reklamní služeb jsou k dispozici v tabulce č. 9.

⁷² Viz tabulka č. 16

⁷³ Společnost opustila segment reklamních služeb v květnu 2012.

⁷⁴ Viz tabulka č. 7

⁷⁵ Viz podkapitola 3.2.1

4.5 Determinace diskontní míry

Předtím než navážeme na prognózu tržeb společnosti AT&T Inc. metodami diskontovaných peněžních toků, musíme stanovit diskontní míru na úrovni nákladů na kapitál (WACC) a vlastních nákladů na kapitál n_{vk} . Teoretický výklad ke stanovení diskontní sazby je předmětem podkapitoly 3.1.

Při odhadu diskontní sazby WACC se budeme držet následujícího schématu:

- Stanovení nákladů na cizí kapitál n_{ck} a tržní hodnoty dluhu CK_T .
- Odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu VK_T (pro účely odvození nákladů na vlastní kapitál n_{vk} na základě tržní kapitalizace).
- Určení vah jednotlivých složek kapitálu v modelu WACC.
- Stanovení nákladů na vlastní kapitál n_{vk} pomocí modelu CAPM.
- Odvození odhadu marginální daně z příjmů.
- Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC).

Při stanovení diskontní míry WACC vycházíme z údajů k 31. prosinci 2012, ke kterému jsou k dispozici poslední finanční výkazy společnosti AT&T Inc.

Tab. č. 18: Stanovení nákladů na cizí kapitál a vah jednotlivých složek kapitálu

Účetní dlouhodobý úročený dluh [mil. USD]		66 358
Průměrná doba splatnosti dlouhodobého dluhu [rok]		15,546
Účetní krátkodobý úročený dluh [mil. USD]		3 486
Průměrná doba splatnosti krátkodobého dluhu [rok]		0,281
Vážený průměr doby splatnosti celkového dluhu [rok]	n	14,784
Náklady na cizí kapitál [%]	n_{ck}	4,92%
Úroková platba (roční nákladové úroky) [mil. USD]	C	3 444
Nominální hodnota celkového dluhu [mil. USD]	N	69 845
Tržní hodnota celkového dluhu [mil. USD]	CK_T	69 937
Počet emitovaných akcií [mil. kusů]		5581,39
Zavírací tržní cena akcie k 31. prosinci 2012 [USD]		33,71
Tržní kapitalizace - tržní hodnota vlastního kapitálu pro účely WACC [mil. USD]	VK_T	188 149
Tržní hodnota celkového vloženého kapitálu ($K_T=VK_T+CK_T$) [mil. USD]	K_T	258 086
Váha cizího kapitálu v modelu WACC	CK_T/K_T	0,271
Váha vlastního kapitálu v modelu WACC	VK_T/K_T	0,729

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2012); AT&T Inc. - Investor Relations (2013)

Při stanovení vah jednotlivých složek kapitálu v modelu WACC jsme nejprve určili průměrnou dobu splatnosti dlouhodobého a krátkodobého dluhu společnosti na základě údajů, které management AT&T Inc. pravidelně zveřejňuje na internetových stránkách pro investory. [33] Poté jsme s využitím váženého průměru⁷⁶ odvodili průměrnou dobu splatnosti celkového dluhu společnosti.

V dalším kroku jsme na základě vzorce č. 6 odvodili tržní hodnotu celkového dluhu. Náklady na cizí kapitál⁷⁷, roční nákladové úroky a hodnotu celkového dluhu jsme převzali z výroční zprávy společnosti AT&T Inc. za rok 2012. [16]

Následně jsme stanovili hodnotu tržní kapitalizace AT&T Inc.⁷⁸ k 31. prosinci 2012, kterou budeme považovat za tržní hodnotu vlastního kapitálu (pouze pro účely metody WACC).

Na základě zjištěných dat jsme určili poměry vah jednotlivých složek kapitálu.

Tab. č. 19: Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM

Bezriziková úroková míra	R_F	5,06%
Střední očekávaná výnosnost tržního portfolia	$E(R_M)$	6,52%
Riziková prémie	$(E(R_M) - R_F)$	1,47%
Kovariance mezi výnosnostmi dané akcie a výnosnostmi tržního portfolia	$COV(R_A, R_M)$	0,000966
Rozptyl výnosnosti tržního portfolia (indexu S&P500)	$(S_M)^2$	0,002285
Beta faktor	β_A	0,423
Střední očekávaná výnosnost akcie = náklady na vlastní kapitál	$E(R_A) = n_{vk}$	5,68%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z Yahoo! Finance (2013); Yale University – Online Data, Shiller, R. (2013)

Tabulka č. 19 znázorňuje odvození nákladů na vlastní kapitál. Teoretický výklad ke stanovení jednotlivých složek nákladů na vlastní kapitál n_{vk} pomocí modelu CAPM je definován v podkapitole 3.1.2.

Při determinaci nákladů na vlastní kapitál jsme stejně jako při určení vah v modelu WACC vycházeli z údajů do konce roku 2012. Výpočet bezrizikové úrokové míry a střední výnosnosti tržního portfolia (indexu S&P500) vychází z údajů v období 1926-2012, které jsou k dispozici na internetových stránkách profesora Roberta Shillera (Yale University). [38] Hodnou beta faktoru⁷⁹ determinuje několik veličin. Kovariance vychází z měsíčních

⁷⁶ Vahami jsou účetní hodnoty krátkodobé a dlouhodobé složky úročeného dluhu.

⁷⁷ Vážený průměr efektivních úrokových sazeb z jednotlivých forem úročeného dluhu (viz podkapitola 3.1.1).

⁷⁸ Postup při odvození tržní kapitalizace je popsán v podkapitole 3.1.

⁷⁹ Viz vzorec č. 9.

kapitálových výnosností⁸⁰ akcie AT&T Inc. a indexu S&P500. Rozptyl výnosností indexu S&P500 vychází ze stejných údajů ve stejném období jako kovariance.

Tab. č. 20: Marginální sazba daně z příjmů právnických osob (2007-2012)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Čistý zisk před zdaněním (Earnings before Taxes) [mil. USD]	18 399	(4 572)	18 518	18 238	6716	10439
Federální sazba daně z příjmů právnických osob [mil. USD]	6440	(1 600)	6481	6383	2351	3654
Statutory federal income tax rate [%]	35%	35%	35%	35%	35,0%	35,0%
Státní daň z příjmů minus federál. daň. zvýhodnění [mil. USD]	549	(229)	554	441	210	85
State income tax net of federal tax benefits [%]	3,0%	5,0%	3,0%	2,4%	3,1%	0,8%
Marginální daň z příjmů (Marginal tax rate) [%]	38,0%	40,0%	38,0%	37,4%	38,1%	35,8%
Prognóza marginální sazby daně z příjmů (2007-2012) [%]						37,9%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2012)

Poslední ekonomickou veličinu, kterou je třeba odvodit před stanovením vážených průměrných nákladů na kapitál WACC, představuje odhad sazby daně z příjmů právnických osob (marginální sazby daně⁸¹).

Sazby federální a státní daně z příjmů jsou tabulce č. 20 odvozeny prostřednictvím poměru daňové povinnosti a čistého zisku před zdaněním v daném kalendářním roce. Marginální daň je součtem státní a federální sazby daně.

Prognózu očekávané sazby marginální daně z příjmů stanovíme jako průměr marginálních daňových sazeb v letech 2007-2012.

Tab. č. 21: Vážené průměrné náklady na kapitál WACC

Váha tržního úročeného cizího kapitálu v modelu WACC	CK_T/K_T	0,271
Váha tržního vlastního kapitálu v modelu WACC	VK_T/K_T	0,729
Marginální sazba daně z příjmů [%]	d	37,9%
Náklady na cizí kapitál [%]	n_{ck}	4,92%
Náklady na vlastní kapitál [%]	n_{vk}	5,68%
Průměrně vážené náklady na kapitál [%]	WACC	4,97%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2012)

Tabulka č. 21 znázorňuje hodnoty jednotlivých položek, které determinují úroveň vážených průměrných nákladů na kapitál. Náklady na kapitál (WACC) jsme odvodili ve výši 4,97% s využitím vzorce č. 5.

⁸⁰ V rámci výpočtu kovariance jsou použity měsíční výnosnosti S&P500 a akcií AT&T Inc. ke stejnému (poslednímu) dni na konci daného měsíce za 4 roky (leden 2009 – prosinec 2012).

⁸¹ Marginální sazba daně je definována v podkapitole 3.2.1.

4.6 Aplikace metod diskontovaných peněžních toků

V rámci této podkapitoly navážeme na výstupy z předcházejících částí práce, které se týkaly prognózy tržeb AT&T Inc. a stanovení diskontní sazby peněžních toků.

Vnitřní hodnotu akcie společnosti AT&T Inc. stanovíme na základě metod diskontovaných peněžních toků (FCFF a Gordonův model). Teoretický výklad k metodám diskontovaných peněžních toků je předmětem podkapitoly 3.2.

4.6.1 Ocenění akcií AT&T Inc. – metoda FCFF

V rámci této části stanovíme vnitřní hodnotu akcie pomocí metody volných peněžních toků FCFF. Metodický postup ke stanovení volných peněžních toků je vymezen v podkapitole 3.2.1.

Při odvození vnitřní ceny akcie stanovíme odhad

- očekávané úrovně zisku NOPLAT,
- nepeněžního pracovního kapitálu, odpisů a kapitálových výdajů,
- ročních peněžních toků FCFF a terminální hodnoty firmy,
- tržní hodnoty firmy a vlastního kapitálu,
- vnitřní hodnoty akcie.

Čistý zisk po upravené dani NOPLAT

Tabulka č. 22 znázorňuje prognózu provozních tržeb a nákladů. Prognózu členíme na první a druhou, terminální fázi modelu FCFF. Jednotlivé fáze modelu jsou popsány v podkapitole č. 3.2.1.

Tab. č. 22: Prognóza čistého zisku po upravené dani (NOPLAT)

Položky v mil. USD	Historický vývoj				Plán. poměr k tržbám	1. fáze modelu FCFF			Terminální fáze
	2009	2010	2011	2012		2013e	2014e	2015e	2016e
Provozní tržby	122 513	124 280	126 723	127 434		130 507	134 859	138 772	143018
<i>Tempo růstu provozních tržeb [%]</i>	-0,75%	1,44%	1,97%	0,56%		2,41%	3,33%	2,90%	3,06%
Náklady na služby a prodej	50571	50257	54836	55215		56510	58394	60088	61927
<i>[% k tržbám]</i>	41,3%	40,4%	43,3%	43,3%	43,3%				
Prodejní všeobecné a administrativní náklady	31427	34986	41382	41079		42023	43424	44685	46052
<i>[% k tržbám]</i>	25,7%	28,2%	32,7%	32,2%	32,2%				
Odpisy hmotného fixního majetku	15959	16402	16368	16933		17106	17676	18189	18745
<i>[% k tržbám]</i>	13,0%	13,2%	12,9%	13,3%	13,1%				
Provozní náklady	97958	101646	112587	113228		115639	119494	122962	126724
Provozní zisk před zdaněním, úroky a amortizací (EBITA)	24555	22634	14136	14206		14869	15364	15810	16294
Upravená daň (marginální daň)					37,9%	5635	5823	5992	6175
Čistý provozní zisk po upravené dani (NOPLAT)						9233	9541	9818	10119

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2010, 2011, 2012)

Nákladové položky jsme predikovali na základě agregovaného přístupu, který je založen na pevném poměru k tržbám. U prodejních všeobecných a administrativních nákladů a nákladů na služby a prodej došlo v roce 2011 k nárůstu, který byl způsoben zejména jednorázovým zvýšením dotací na chytré telefony. [16] Poměr těchto nákladů k tržbám se v roce 2012 stabilizoval na úrovni z roku 2011, tudíž použijeme jeho hodnotu při prognóze budoucího vývoje.

Historické provozní náklady jsme očistili o jednorázovou položku z roku 2012, která byla spojena s ukončením neúspěšné akvizice společnosti T-Mobile USA. Tato jednorázová položka není spojena s kontinuální provozní činností firmy. Důvodem ukončení akvizice bylo soudní rozhodnutí amerického ministerstva spravedlnosti. [16]

Poměr odpisů hmotného fixního majetku a provozních tržeb vykazoval v posledních 4 letech stabilní vývoj, tudíž při prognóze budoucího trendu vyjdeme z průměrné hodnoty historických poměrů za poslední 4 roky. Za odhad daňové sazby jsme zvolili prognózu sazby marginální daně⁸².

⁸² Viz tabulka č. 20.

Volné peněžní toky FCFF

Při prognóze volných peněžních toků FCFF vyjdeme z provozního zisku NOPLAT⁸³, který upravíme o odpisy hmotného fixního majetku, kapitálové výdaje a nepeněžní pracovní kapitál (NCW⁸⁴).

Tab. č. 23: Predikce nepeněžního pracovního kapitálu (Non-Cash WC)

Položky v mil. USD	2008	2009	2010	2011	2012	Predikce [% k tržbám]	2013	2014
Provozní tržby	123443	122513	124280	126723	127434		130507	134859
A) Krátkodobé pohledávky	17061	16092	14780	14701	13693		14356	14834
[% k tržbám]	13,8%	13,1%	11,9%	11,6%	10,7%	11,0%		
B) Ostatní oběžná aktiva	3703	5354	4637	5239	4145		5053	5222
[% k tržbám]		4,4%	3,7%	4,1%	3,3%	3,9%		
C) Nepeněžní oběžná aktiva (A+B)	20764	21446	19417	19940	17838		19409	20056
D) Neúročené krátkodobé závazky	28171	29344	27658	27439	28301		29386	30366
[% k tržbám]		24,0%	22,3%	21,7%	22,2%	22,5%		
Nepeněžní pracovní kapitál (C-D)	(7407)	(7898)	(8241)	(7499)	(10463)		(9977)	(10310)
Inkrementální nepeněžní pracovní kapitál		(491)	(343)	742	(2964)		486	(333)

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2010, 2011, 2012)

Tabulka č. 23 zobrazuje prognózu investic do nepeněžního pracovního kapitálu (NCW) pro rok 2013 a 2014. Nepeněžní pracovní kapitál determinují pohledávky společnosti, ostatní oběžná aktiva⁸⁵ a neúročené krátkodobé závazky.

Poměr krátkodobých pohledávek a tržeb kontinuálně klesal až do roku 2012, kdy dosáhl průměru v odvětví na úrovni 11% (viz Damodaran Online 2013). [28] Průměrná doba splatnosti pohledávek⁸⁶ AT&T Inc. se pohybuje okolo 40 dní, což odpovídá průměrné hodnotě v telekomunikačním odvětví v roce 2012. [28]

Vzhledem k tomu, že průměrná doba splatnosti pohledávek společnosti již dosáhla průměrné úrovně v odvětví, nepředpokládáme další výrazné poklesy doby splatnosti a poměru pohledávek k tržbám. V budoucnu spíše očekáváme stabilní vývoj tohoto poměru v souladu s odvětvovým průměrem na úrovni 11%.

⁸³ Viz tabulka č. 22

⁸⁴ Non-Cash Working Capital

⁸⁵ Zásoby jsou součástí položky "ostatní oběžná aktiva", protože se pouze minoritně podílejí na celkových oběžných aktivech (v roce 2012 se podílely pouze 5%).

⁸⁶ Doba splatnosti pohledávek definujeme jako poměr krátkodobých pohledávek a denních tržeb.

Při prognóze poměru ostatních oběžných aktiv a neúročených krátkodobých závazků k tržbám vyjdeme z průměrné hodnoty za poslední 4 roky. Historické poměry těchto položek k tržbám vykazovaly poměrně stabilní vývoj.

V posledním kroku se zaměříme na dlouhodobou prognózu NWC. Společnost AT&T Inc. využívá v odběratelsko-dodavatelských vztazích tzv. dodavatelské úvěry⁸⁷ [33], které způsobují značně nadprůměrné úrovně neúročených krátkodobých závazků⁸⁸ [28] a negativního NWC.

Podle profesora Damodarana z University of New York nemohou společnosti v dlouhém časovém horizontu rozšiřovat celkovou zápornou úroveň NWC dalšími ročními poklesy. Ratingové agentury pohlíží na vysokou úroveň negativního NWC jako na zdroj kreditního rizika, což zvyšuje pravděpodobnost snížení ratingu a vytváří tlak na růst úrokových sazeb u nově emitovaného dluhu na kapitálovém trhu. [27]

Dlouhodobé rozšiřování negativního NWC (tzn. negativní inkrementální NWC v terminální fázi FCFF) by tak pravděpodobně poškodilo AT&T Inc. z hlediska úvěrového ratingu. Na doporučení profesora Damodarana [27] stanovujeme roční inkrementální NCW od roku 2015, kdy dochází k celkové stabilizaci firmy⁸⁹, na úrovni 0.

Tab. č. 24: Prognóza volných peněžních toků FCFF

Položky v mil. USD	Historický vývoj					1. fáze modelu FCFF			Terminální fáze
	2009	2010	2011	2012	Plán. poměr k tržbám	2013e	2014e	2015e	2016e
Čistý provozní zisk po upravené dani (NOPLAT)						9 233	9 541	9 818	10 119
Odpisy hmotného fixního majetku	15 959	16 402	16 368	16 933	13,1%	17 106	17 676	18 189	18 745
[% k tržbám]	13,0%	13,2%	12,9%	13,3%					
Investice do hmotného fixního kapitálu	17 294	20 302	20 272	19 728	15,5%	20 206	20 879	21 485	22 143
[% k tržbám]	14,1%	16,3%	16,0%	15,5%					
Inkrementální NWC	(491)	(343)	742	(2964)		486	(333)	0	0
Očekávané volné peněžní toky do firmy (FCFF)						5 647	6 670	6 522	6 721
Terminální hodnota firmy									351 068
Náklady na kapitál (WACC)						4,97%	4,97%	4,97%	4,97%
Současná hodnota toků FCFF						5 380	6 053	5 638	303 487

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2010, 2011, 2012)

⁸⁷ Supplier credit- obchodní úvěr, který dodavatel poskytuje odběrateli v podobě odložení platby na zboží.

⁸⁸ AT&T Inc. vykazovala v roce 2012 hodnotu poměru krátkodobých neúročených závazků k tržbám na úrovni 22%. Průměr v odvětví se pohyboval okolo 15% (viz Damodaran Online 2013).

⁸⁹ Podmínky stabilizované společnosti jsou popsány v podkapitole 3.2.1.

Tabulka č. 24 znázorňuje výpočet současné hodnoty volných peněžních toků FCFF a terminální hodnoty firmy. Teoretický výklad k odvození peněžních toků FCFF je předmětem podkapitoly 3.2.1. Tabulka navazuje na predikci nákladů na kapitál WACC, zisku NOPLAT, odpisů hmotného fixního majetku a inkrementálního NWC.

Doposud jsme nezpracovali prognózu investic do fixního hmotného majetku, které představují poslední neznámou při odvození peněžních toků FCFF. Historické poměry kapitálových výdajů k tržbám se vyznačují relativně stabilním vývojem. Tudíž jsme při odhadu budoucího vývoje vycházeli z průměrné hodnoty těchto poměrů za poslední 4 roky.

Na základě výše uvedených položek jsme stanovili hodnotu očekávaných peněžených toků do firmy (FCFF) v letech 2013-2015 a v terminální fázi. Diskontováním toků FCFF pomocí nákladů na kapitál (WACC) získáváme současné hodnoty volných peněžních toků, jejichž součet představuje tržní hodnotu firmy⁹⁰.

Tab. č. 25: Vývoj ukazatelů v rámci metodiky FCFF (2013-2016)

Ukazatele v [%]	1. fáze modelu FCFF			2. terminální fáze
	2013e	2014e	2015e	2016e
Náklady kapitálu WACC	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Rentabilita čistých investic (RONIC)	6,2%	11,1%	8,6%	9,1%
Míra investic (M_I)	38,8%	30,1%	33,6%	33,6%
Tempo růstu tržeb	2,4%	3,3%	2,9%	3,1%
Tempo růstu FCFF	-	18,1%	-2,2%	3,1%

Zdroj: Vlastní zpracování

Předtím než se zaměříme na odhad tržní hodnoty firmy, zhodnotíme vývoj ukazatelů, které se týkají parametrů stabilizované společnosti v terminální fázi modelu FCFF⁹¹.

Rentabilita čistých investic RONIC je v terminální fázi modelu vyšší než WACC (oportunitní náklady pro vlastníky a věřitele). Z toho vyplývá, že AT&T Inc. bude dlouhodobě realizovat ekonomický zisk. Vyšší hodnota RONIC je dána především oligopolní strukturou trhu, vysokými vstupními bariérami do odvětví, nižší vyjednávací silou zákazníka⁹² apod. Vzhledem ke konstantní míře investic M_I od roku 2015, stejnému tempo růstu tržeb a FCFF v terminální fázi FCFF splňuje model parametry stabilizovaného podniku.

⁹⁰ Viz tabulka č. 25.

⁹¹ Parametry stabilizované společnosti pro účely terminální fáze modelu FCFF jsou předmětem podkapitoly 3.2.1.

⁹² Viz analýza atraktivity trhu (podkapitola 4.4.1).

Vnitřní hodnota akcie FCFE

Tab. č. 26: Vnitřní hodnota akcie AT&T Inc. – metoda FCFE

Tržní hodnota firmy [mil. USD]	320 557
Tržní hodnota dluhu [mil. USD]	69 937
Krátkodobý finanční majetek [mil. USD] k 31.12.2012	4 868
Tržní hodnota vlastního kapitálu pro akcionáře [mil. USD]	255 488
Počet emitovaných akcií [mil.] k 31.12.2012	5 581,39
Vnitřní hodnota akcie společnosti AT&T Inc. [USD]	45,77

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 26 znázorňuje odhad vnitřní hodnoty akcie společnosti AT&T Inc. Tržní hodnotu společnosti jsme odvodili na základě součtu současných hodnot volných peněžních toků FCFE v tabulce č. 24. Po odečtení tržní hodnoty dluhu a přičtení krátkodobého finančního majetku ke dni ocenění jsme odhadli tržní hodnotu vlastního kapitálu pro akcionáře společnosti AT&T Inc. Vnitřní hodnotu akcie jsme následně stanovili na úrovni 45,77 USD ke dni ocenění 31. prosince 2012. Konkrétní postup ke stanovení vnitřní hodnoty akcie je definován v tabulce č. 2. Srovnání vnitřní hodnoty akcie s reálným tržním oceněním bude předmětem páté kapitoly.

4.6.2 Ocenění akcií AT&T Inc. – Gordonův model

V této části práce se zaměříme na diskontní modely založené na peněžních tocích v podobě dividend⁹³. Vnitřní hodnotu akcie společnosti AT&T Inc. stanovíme prostřednictvím Gordonova modelu, který patří mezi dividendové modely s nekonečnou dobou držby akcií.

V rámci této části se zaměříme především na

- vymezení dividendové politiky AT&T Inc.,
- odhad tempa růstu dividend g_D ,
- stanovení vnitřní hodnoty akcie na základě Gordonova modelu

⁹³ Teoretický výklad k dividendovým modelům je obsahem podkapitoly 3.3.2.

Dividendová politika AT&T Inc.

AT&T Inc. vyplácí dividendy čtvrtletně, přičemž udržuje dlouhodobě stabilní dividendovou politiku s pravidelnými periodickými změnami v prvním čtvrtletí daného fiskálního roku. Následně vyplácí stejnou čtvrtletní dividendu po celý kalendářní rok [33], proto budeme při stanovení vnitřní hodnoty akcie používat úroveň dividend na roční bázi.

Tab. č. 27: Vývoj dividend, EPS a DPR v letech 2004-2012

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Roční dividend na akcii [USD]	1,25	1,29	1,33	1,42	1,60	1,64	1,68	1,72	1,76
Tempo růstu dividend [%]	-	3,20%	3,10%	6,77%	12,68%	2,50%	2,44%	2,38%	2,33%
Čistý zisk na akcii (EPS) [USD]	1,50	1,42	3,23	2,78	-0,44	2,06	3,36	0,66	1,25
Výplatní dividend. poměr (DPR) [%]	83,3%	90,8%	41,2%	51,1%	-363,6%	79,6%	50,0%	260,6%	140,8%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z AT&T Inc. Annual Report (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012)

Tabulka č. 27 znázorňuje historický vývoj dividend, čistého zisku na akcii a dividendového výplatního poměru. Z tabulky je patrné, že existuje velmi slabá míra korelace mezi ročními dividendami a čistými zisky na akcii. Výplatní dividendový poměr se vyznačuje velmi vysokou mírou volatility (v rozmezí od -364% až do 140%).

Na základě historického vývoje těchto ukazatelů lze označit dividendovou politiku AT&T Inc. za politiku zaměřenou na růst dividend. Rozhodování managementu o výši dividendy není primárně závislé na úrovni aktuálně dosaženého čistého zisku za daný kalendářní rok.

Management společnosti rozhoduje o dividendách s ohledem na

- dlouhodobý růstový potenciál společnosti,
- očekávání stabilního vývoje dividend ze strany akcionářů. [16]

Růst dividend g_D a vnitřní hodnota akcie

Vnitřní hodnotu akcie AT&T Inc. budeme oceňovat na základě Gordonova modelu⁹⁴. Důležitým vstupem do tohoto modelu je odhad tempa růstu dividend g_D . Postup ke stanovení g_D je definován v podkapitole č. 3.2.2.

⁹⁴ Viz vzorec č. 14.

Tab. č. 28: Odhad míry růstu dividend g_D na základě historických dat

Období	2005-2012	2006-2012	2007-2012	2008-2012	2009-2012	2010-2012	2011-2012
Míra růstu na základě historických dat							
Metoda krajních hodnot	4,54%	4,78%	4,39%	2,41%	2,38%	2,35%	2,33%
Aritmetický průměr	4,42%	4,60%	4,85%	4,46%	2,41%	2,38%	2,35%
Geometrický průměr	4,37%	4,54%	4,78%	4,39%	2,41%	2,38%	2,35%
Normalizované míry růstu	-	5,03%	4,43%	3,52%	-	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 28 znázorňuje odhad míry růstu dividend na základě historických dat s ohledem na vybrané časové období a metodu výpočtu. Jednotlivé metody odhadu míry růstu jsou definovány v podkapitole 3.2.2.

Odhady tempa růstu dividend jsou založeny na časových řadách s různými délkami (nejdelší od 2005-2012). V roce 2004 došlo ke koupi společnosti AT&T Corp. holdingem SBC Communications, Inc. Nově vzniklý subjekt si ponechal obchodní značku AT&T Inc. Tato akvizice do jisté míry ovlivnila hospodaření společnosti, tudíž volíme časové řady od roku 2005 pro zachování kontinuálního vývoje dividend. [33]

Z tabulky č. 28 je patrné, že v posledních 4 letech došlo ke zpomalení tempa růstu dividend. Odhady temp růstu g_D založené na delších časových řadách velkou měrou ovlivnilo vysoké zvýšení dividend v letech 2007 a 2008. Odhady temp růstu dividend, které jsou výsledkem čtyř metod založených na historických údajích, budou použity při výpočtu vnitřních hodnot akcií v tabulce č. 30.

Tab. č. 29: Odhad míry růstu dividend g_D na základě finančních ukazatelů

	2009	2010	2011	2012
Míra růstu na základě finančních ukazatelů				
Výplatní dividendový poměr (DPR)	79,61%	50,00%	260,61%	140,80%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	11,95%	17,79%	3,74%	7,86%
Míra růstu g_D	2,44%	8,90%	-6,00%	-3,21%

Zdroj: Vlastní zpracování

Druhý přístup odhadu míry růstu dividend, který byl popsán ve třetí kapitole, vychází z finančních ukazatelů ROE a DPR⁹⁵. Management AT&T Inc. primárně nerozhoduje o výši dividend na základě aktuálně vykázaného ročního čistého zisku, který se vyznačuje značnou mírou volatility. V důsledku toho dochází k vysokým ročním změnám výplatního poměru

⁹⁵ Viz vzorec č. 16.

(DPR). Například v roce 2011 a 2012 společnost vyplatila dividendy vyšší než vykázaný čistý zisk, což způsobilo více než 100% dividendový výplatní poměr a záporný odhad tempa růstu dividend.

Vzhledem k očekávanému růstu společnosti AT&T Inc. (viz analýza perspektivnosti⁹⁶) nepředpokládáme, že by management v budoucnu rozhodl o snižování současné úrovně dividend. Z tohoto důvodu nebudeme považovat odhad negativního růstu dividend na základě finančních ukazatelů za spolehlivou prognózu budoucího vývoje.

Tab. č. 30: Odhad vnitřní hodnoty akcie – Gordonův model

USD	2005-2012	2006-2012	2007-2012	2008-2012	2009-2012	2010-2012	2011-2012
Metoda krajních hodnot	157,89	200,32	139,37	55,10	54,61	54,14	53,69
Aritmetický průměr	143,48	166,71	216,85	148,29	55,10	54,61	54,14
Geometrický průměr	137,59	157,89	200,32	139,37	55,10	54,61	54,14
Normalizované míry růstu	-	277,15	144,65	83,28	-	-	-
Náklady na vlastní kapitál $n_{vk}=5,68\%$ Odhadovaná roční dividendy na akcii 2013= 1,8 USD							

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 30 znázorňuje odhady vnitřních hodnot akcie AT&T Inc. Výpočet vychází z Gordonova modelu⁹⁷, kde za nezávisle proměnné dosazujeme diskontní míru na úrovni nákladů na vlastní kapitál n_{vk} ve výši 5,68%⁹⁸ a odhadovanou roční míru dividendy na rok 2013 ve výši 1,8 USD. Hodnoty těchto dvou nezávisle proměnných zůstávají konstantní v každém výpočtu vnitřní hodnoty z tabulky č. 30. Poslední vysvětlující proměnnou představuje odhad tempa růstu dividendy g_D z tabulky č. 28. Odhad růstu dividend g_D se při výpočtu vnitřní hodnoty akcie AT&T Inc. mění v závislosti na délce časové řady a typu použité metody.

Při odhadu dividendy na 2013 vycházíme ze skutečnosti, že AT&T Inc. již vyplatila první dvě čtvrtletní dividendy za 2013 na úrovni 45 centů na akcii. Z historického vývoje dividend vyplývá, že společnost každoročně vyplácí stejnou čtvrtletní dividendu po celý rok. [33] Ze součtu čtyř čtvrtletních dividend ve výši 45 centů odvodíme prognózu roční dividendy na úrovni 1,8 USD v roce 2013.

⁹⁶ Viz podkapitola 4.4.3.

⁹⁷ Viz vzorec č. 14.

⁹⁸ Odhad diskontní sazby na úrovni nákladů na vlastní kapitál n_{vk} je znázorněn v tabulce č. 19.

Jak již bylo zmíněno, odhady vnitřních hodnot akcií jsou při použití delších časových řad zkruseny vysokým tempem růstu dividend v letech 2007-2008. V posledních čtyřech letech se roční růst dividendy na akcii ustálil na 4 centech, což však v relativním vyjádření znamená mírný pokles tempa růstu. Pokud by roční růst dividendy na akcii ve výši 4 centů⁹⁹ dlouhodobě pokračoval, tempo růstu by v relativním vyjádření postupně klesalo.

Na základě těchto skutečností předpokládáme, že nejspolehlivější odhady vnitřní hodnoty akcie vycházejí z očekávaných temp růstu dividend, které jsou založeny na časových řadách od roku 2009. Dle výsledků Gordonova modelu založených na těchto kratších časových řadách se vnitřní hodnota akcie AT&T Inc. pohybuje v rozmezí od 53,69-55,10 USD na akcii. Delší časové řady nepřinášejí spolehlivé odhady vnitřních hodnot akcií. Srovnání vnitřních hodnot s reálným tržním oceněním akcie AT&T Inc. je předmětem páté kapitoly.

4.7 Relativní modely oceňování akcií AT&T Inc.

V závěrečné části čtvrté kapitoly se zaměříme na jiný druh metod oceňování akcií (relativní modely P/E a P/S), které byly popsány v podkapitole 3.3.

Pomocí relativních ukazatelů srovnáme

- tržní ocenění akcií společnosti AT&T Inc. s oceněním indexu S&P500 a akciemi konkurentů v odvětví,
- historický vývoj tržního ocenění akcií AT&T Inc. a indexu S&P500.

Tab. č. 31: Srovnání hodnot ukazatelů relativního oceňování P/E a P/S

	AT&T Inc.	Index S&P500	Verizon Telecom. Inc.	Sprint Nextel Corp.
Tržní závěrečná cena akcie [USD] k 18. dubnu 2013	37,74	1541,61	50,91	7,19
Čistý zisk na akcii za 2012 [USD]	1,25	84,52	0,31	-1,45
Trailing P/E	30,19	18,24	164,23	-
Očekávaný čistý zisk na akcii v 2013 [USD]	2,53	109,70	2,76	-0,97
Forward P/E	14,92	14,08	18,45	-
Tržby na akcii AT&T Inc. [USD]	22,83	-	40,53	11,74
Trailing P/S	1,65	-	1,26	0,61

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z Google Finance (2013), Nasdaq (2013), The Wall Street Journal (2013)

⁹⁹ V letech 2009-2012 docházelo k růstu dividendy na akcii pouze o 4 centy za rok (viz tabulka č. 27).

Tabulka č. 31 znázorňuje srovnání hodnot ukazatelů Price-To-Earnings a Price-To-Sales u akcií společnosti AT&T Inc., jejích největších konkurentů a indexu S&P500.

Trailing P/E a P/S

Hodnota ukazatele trailing P/E se aktuálně pohybuje nad průměrem trhu reprezentovaným indexem S&P500. To znamená, že investor při nákupu akcie AT&T Inc. platí za jeden dolar zisku více, než představuje průměr celkového trhu. Podle aktuální hodnoty P/E je tržní cena akcie AT&T Inc. v porovnání s cenou indexu S&P500 nadhodnocena. V rámci srovnání tohoto ukazatele s největším konkurentem Verizon Communications Inc. je tržní hodnota akcie AT&T Inc. podhodnocena. Extrémně vysoká hodnota trailing P/E u společnosti Verizon je způsobena velmi nízkou úrovní čistého zisku za rok 2012.

Z hodnoty trailing P/S lze usuzovat, že akcie AT&T Inc. jsou nadhodnocené vůči akciím konkurentů Verizon a Sprint Nextel. Velmi nízká hodnota P/S společnosti Sprint Nextel je způsobena nízkou cenou akcie, kterou aktuálně způsobuje roční ztráta na úrovni čistého zisku. Ukazatel P/S je spíše okrajovým nástrojem k ocenění akcií AT&T Inc., protože nezohledňuje náklady společnosti, které jsou důležitým indikátorem výkonnosti firmy.

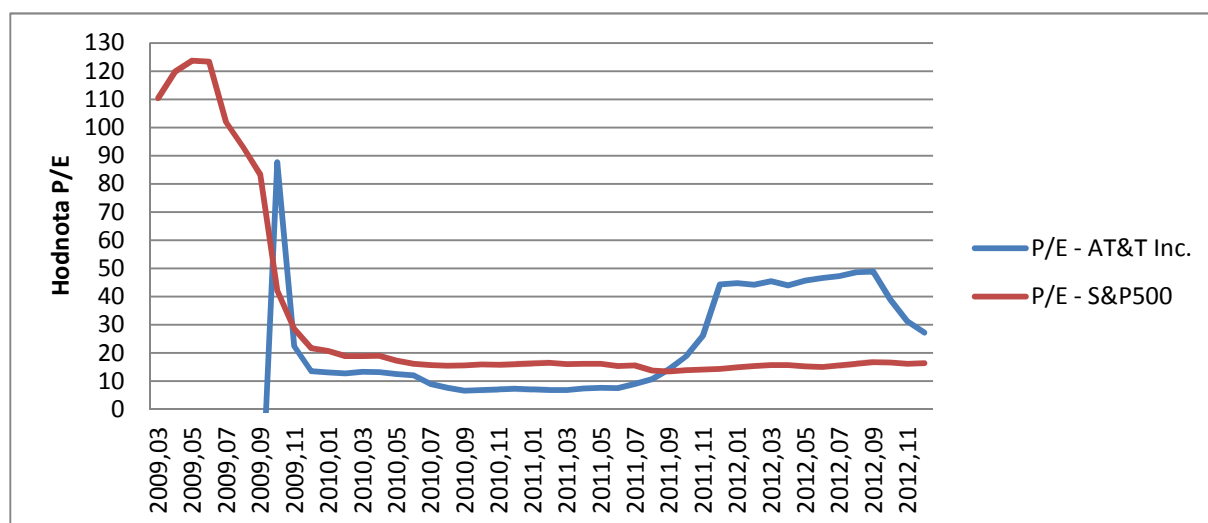
Forward P/E

V rámci srovnání výsledků ukazatele forward P/E jsou akcie společnosti AT&T Inc. správně oceněny vůči průměru trhu (index S&P500) a mírně podhodnoceny oproti akciím konkurenta Verizon. Forward P/E zohledňuje odhad následujících čtyř kvartálních čistých zisků (1-4Q 2013), které jsme převzali od analytiků z renomované agentury Nasdaq. [17]

Srovnání vývoje trailing P/E

Obrázek č. 5 znázorňuje historický vývoj inflačně očištěných hodnot ukazatele trailing P/E indexu S&P500 a akcie AT&T Inc. Při výpočtu historických hodnot P/E jsme vycházeli z čistých zisků v předcházejících 12 měsících a průměrných měsíčních tržních cen akcií u AT&T Inc. a indexu S&P500¹⁰⁰. Tyto údaje jsme očistili o vliv inflace. Vývoj indexu CPI, průměrné měsíční tržní ceny a čisté zisky indexu S&P500 jsou k dispozici na internetových stránkách profesora Roberta Shillera (Yale University). [38]

¹⁰⁰ Čistý roční zisk indexu S&P500 reprezentuje průměrný čistý zisk na akcii všech 500 společností zahrnutých v tomto indexu.

Obr. č. 5: Srovnání ukazatele P/E – AT&T Inc. a S&P500

Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z Yahoo! Finance (2013); Yale University – Online Data, Shiller, R. (2013)

Z grafu je patrné, že tržní cena akcie AT&T Inc. je v porovnání s průměrem akciového trhu od 3. čtvrtletí 2011 nadhodnocena (inflačně očištěná hodnota ukazatele P/E akcie AT&T Inc. je vyšší než hodnota P/E indexu S&P500). Akcie AT&T Inc. se však během 4. čtvrtletí 2012 stávají pro investory stále atraktivnějšími. Klesající trend ukazatele P/E ve 4. kvartálu 2012 podporuje prognózu nižší úrovně forward P/E v roce 2013 od agentury Nasdaq. Akcie AT&T Inc. by měly být podle ukazatele forward P/E¹⁰¹ správně oceněny vůči indexu S&P500.

Interpretace výsledků ukazatelů relativních ukazatelů oceňování s ohledem na jejich výhody a nevýhody je předmětem páté kapitoly.

V závěru této části zrekapitulujeme obsah čtvrté kapitoly, ve které jsme

- zpracovali odhad budoucí poptávky po službách v telekomunikačním odvětví pomocí makroekonomických prognóz od agentury Standard&Poor's a statistické závislosti mezi historickým vývojem makroekonomických indikátorů a tržbami v odvětví,
- určili prognózu tržeb společnosti AT&T Inc. na základě vybraného regresního modelu a výstupů z analýzy tržního podílu (analýza atraktivity trhu, vnitřního potenciálu firmy a celkové perspektivnosti),

¹⁰¹ Viz tabulka č. 31.

- určili diskontní sazbu na úrovni nákladů na vlastní kapitál n_{vk} a průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC),
- stanovili vnitřní hodnoty akcií společnosti AT&T Inc. s využitím metod diskontovaných peněžních toků (metoda FCFF a Gordonův model),
- analyzovali relativní ocenění akcií AT&T Inc. pomocí ukazatelů P/E a P/S vůči indexu S&P500 a největším tržním konkurentům.

5 Analýza výstupů fundamentální analýzy

Ve čtvrté kapitole jsme aplikovali tři přístupy (model FCFF, Gordonův model, relativní tržní ukazatele) k ocenění akcií společnosti AT&T Inc. Z různých oceňovacích analýz vyplývaly odlišné výsledky správného ocenění akcií na kapitálovém trhu.

V rámci závěrečné kapitoly se proto zaměříme na

- zhodnocení použitých metod fundamentální analýzy,
- srovnání výsledků fundamentální analýzy s reálným tržním oceněním.

5.1 Zhodnocení použitých metod fundamentální analýzy

Tato část se zabývá zhodnocením výhod a nevýhod použitých diskontních modelů a relativních ukazatelů při valuaci akcií AT&T Inc.

Metody diskontovaných peněžních toků

Tab. č. 32: Výhody a nevýhody metody FCFF a Gordonova modelu

Nevýhody	Gordonův model	FCFF model
• Vysoká citlivost na vstupní data (konstantní hodnota terminálního peněžního toku, úroveň diskontní sazby a růst volného peněžního toku v terminální fázi).	x	x
• Konstantní vstupy v terminální fázi modelu.	x	x
• Vysoký vliv terminální fáze modelu na celkový odhad vnitřní hodnoty akcie.	x	x
• Vysoká pravděpodobnost chybovosti při prognóze dividend (budoucí dividendy závisí v konečném důsledku na rozhodnutí managementu).	x	
• Metodika založená převážně na historických údajích.	x	
Výhody	Gordonův model	FCFF model
• Metodika založená na očekávaných peněžních tocích, které mohou být potenciálně k dispozici pro poskytovatele kapitálu.		x
• Metodika založená na odhadu reálných peněžních toků, které budou v podobě dividend rozděleny mezi akcionáře.	x	
• Hlubší analýza makroekonomických indikátorů, vývoje odvětví, vnitřního potenciálu a výkonnosti firmy.		x
• Možnost srovnání konkrétních vnitřních hodnot akcií s reálným tržním oceněním.	x	x

Zdroj: Vlastní zpracování

Diskontní modely mají své výhody i nevýhody. Za významnou nevýhodu diskontních metod považujeme vysokou váhu terminální (perpetuitní) fáze modelu v celkovém ohodnocení

vnitřní hodnoty akcie. Při odhadu tržní hodnoty firmy (popř. vlastního kapitálu) v terminální fázi vycházíme z předpokladu konstantního vývoje

- míry růstu pokračujících peněžních toků (g_{FCFF} a g_D),
- hodnoty volných peněžních toků (FCFF a dividend),
- konstantní diskontní sazby (WACC a n_{vk}).

Všechny tyto veličiny se ovšem vyvíjejí dynamicky v čase. Odhad očekávaných peněžních toků a terminální míry růstu společnosti AT&T Inc. úzce souvisí s dlouhodobým makroekonomickým vývojem, poptávkou po zboží a službách v odvětví, dále s budoucí konkurenční pozicí na trhu, změnami v provozní činnosti a investiční strategií firmy, výsledky výzkumu a vývoj apod. Diskontní sazbu (WACC a n_{vk}) silně ovlivňují faktory jako budoucí vývoj úrokových sazeb na kapitálovém trhu, volatilita tržní ceny akcie AT&T Inc., budoucí změny ve financování společnosti (emise nového dluhu nebo akcií) atd.

Z dlouhodobého hlediska (v rámci terminální fáze teoreticky do nekonečna) je velmi obtížné či dokonce nemožné přesně odhadnout vývoj všech faktorů determinujících vnitřní hodnotu akcie. Přestože vstupy (především v perpetuitní fázi modelů) značně ovlivňují spolehlivost výsledků analýz, metoda FCFF a Gordonův model se bez odhadu parametrů pro účely terminální fáze neobejdou. Z tohoto důvodu doporučujeme neustále aktualizovat faktory, které determinují výslednou vnitřní hodnotu akcie.

Analýza citlivosti – model FCFF

Tab. č. 33: Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie na vstupní data (WACC, g_{FCFF})

Míra růstu v terminální fázi g_{FCFF} [%]	Náklady kapitálu WACC [%]											
	3,97%	4,17%	4,37%	4,57%	4,77%	4,97%	5,17%	5,37%	5,57%	5,77%	5,97%	
2,16%	\$50,50	\$44,32	\$39,26	\$35,04	\$31,46	\$28,39	\$25,73	\$23,39	\$21,34	\$19,51	\$17,87	
2,34%	\$57,00	\$49,51	\$43,49	\$38,55	\$34,42	\$30,91	\$27,91	\$25,29	\$23,00	\$20,98	\$19,18	
2,52%	\$65,12	\$55,83	\$48,54	\$42,68	\$37,85	\$33,81	\$30,38	\$27,43	\$24,87	\$22,62	\$20,63	
2,70%	\$75,52	\$63,69	\$54,68	\$47,60	\$41,88	\$37,17	\$33,22	\$29,86	\$26,97	\$24,45	\$22,24	
2,88%	\$89,34	\$73,73	\$62,30	\$53,57	\$46,68	\$41,10	\$36,50	\$32,64	\$29,34	\$26,51	\$24,04	
3,06%	\$108,61	\$87,02	\$72,00	\$60,95	\$52,48	\$45,77	\$40,34	\$35,84	\$32,06	\$28,84	\$26,06	
3,24%	\$137,31	\$105,43	\$84,79	\$70,33	\$59,64	\$51,42	\$44,89	\$39,59	\$35,20	\$31,50	\$28,34	
3,42%	\$184,66	\$132,62	\$102,39	\$82,63	\$68,71	\$58,37	\$50,38	\$44,03	\$38,86	\$34,57	\$30,95	
3,60%	\$277,51	\$176,85	\$128,17	\$99,48	\$80,55	\$67,14	\$57,13	\$49,38	\$43,19	\$38,15	\$33,95	
3,78%	\$542,20	\$261,44	\$169,57	\$123,96	\$96,69	\$78,55	\$65,61	\$55,92	\$48,39	\$42,37	\$37,45	
3,96%	\$7 365	\$487,97	\$246,92	\$162,78	\$119,95	\$94,01	\$76,61	\$64,14	\$54,75	\$47,43	\$41,57	
Tržní cena akcie k 18. dubnu 2013 = 37,74 USD												

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 33 zobrazuje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie na vstupní data v rámci metody FCFF. Odhad vnitřních hodnot akcie AT&T Inc. v tabulce se mění v závislosti na kombinaci hodnot dvou vstupů (tj. náklady na kapitál WACC a terminální míra růstu g_{FCFF}). Ostatní vstupy do modelu FCFF zůstávají neměnné (viz podkapitola 4.6.1)

Pro přehlednost jsou jednotlivé vnitřní hodnoty akcie AT&T Inc. v tabulce č. 33 barevně odlišeny v závislosti na tom, zda je tržní cena podhodnocena (modrá barva) nebo nadhodnocena (červená barva) vůči vnitřní hodnotě. Intenzita barvy záleží na vzdálenosti vnitřní hodnoty od tržní ceny akcie. Světle modrá pole patří odhadům vnitřních hodnot vyšších maximálně o 5% oproti tržní ceně 37,74 USD. Středně tmavá modrá představuje vnitřní hodnoty akcie, které jsou vyšší o 5 - 50% než tržní cena akcie. Nejtmavší modrá patří k vnitřním cenám akcie, které jsou vyšší o více než 50% oproti tržní ceně akcie. U červených polí platí stejné procentuální meze z hlediska intenzity barvy. Černě vyznačené pole obsahuje odhad vnitřní hodnoty akcie, která byla výsledkem metody FCFF ve čtvrté kapitole diplomové práce.

Z tabulky č. 33 je patrné, že vnitřní hodnota je velmi citlivá na vstupní data především v terminální fázi, v čemž spatřujeme nejslabší stránku modelu FCFF. Vysoká citlivost na hodnoty parametrů v perpetuitní fázi platí obdobně i v případě Gordonova modelu.

Srovnání metody FCFF a Gordonova modelu

Z hlediska srovnání použitých metod lze metodiku FCFF označit za velmi komplexní přístup k oceňování akcií, vyžadující hlubší analýzu makroekonomických indikátorů, odvětví a konkurenční pozice firmy na trhu. Tyto faktory jsou velmi důležité při stanovení klíčové položky, kterou představují očekávané tržby společnosti. Při prognóze volného peněžního toku do firmy bereme v úvahu interní faktory výkonnosti firmy, tj. náklady, investice do majetku a pracovního kapitálu, tržní hodnota dluhu atd. Metodika FCFF zohledňuje výkonnost firmy po všech stránkách a považujeme ji za nejspolehlivější metodu při odhadu vnitřní ceny akcie, která byla v diplomové práci aplikována.

Gordonův dividendový model je velmi snadné aplikovat a odhad terminální míry růstu dividend g_D je založen z velké části na historickém vývoji. Použití historického tempa růstu dividend při predikci budoucího vývoje může přinést zkreslený pohled na odhad vnitřní hodnoty akcie. Dividendy jsou v konečném důsledku pouze výsledkem rozhodnutí

managementu, jejichž úlohou je naplňovat očekávání akcionářů. Vývoj dividend nemusí mít v krátkém či střednědobém časovém horizontu v souladu s výkonností firmy.

Ukazatele relativního oceňování

Tabulka č. 33 znázorňuje hlavní výhody a nevýhody relativních modelů oceňování akcií. Nespornou výhodou modelů je snadnost použití, což investorovi umožňuje promptně srovnat atraktivnost velkého množství akciových titulů.

Tab. č. 34: Výhody a nevýhody ukazatelů relativního oceňování

Nevýhody	Trailing P/E	Trailing P/S	Forward P/E
• Ukazatele posuzují pouze aktuální atraktivnost akciového titulu.	x	x	
• Ukazatele nelze aplikovat v případě, že společnost vykáže ztrátu.	x		
• Metodika založená na omezeném množství ekonomických veličin bez hlubší analýzy dlouhodobé výkonnosti společnosti a rizika investice.	x	x	x
• Čistý zisk podléhá značným účetním úpravám a jeho hodnota nemusí odpovídat skutečné výkonnosti firmy.	x		x
• Ukazatel bere v úvahu pouze tržby společnosti.		x	
Výhody	Trailing P/E	Trailing P/S	Forward P/E
• Metodika umožňuje srovnání atraktivnosti akcie s jinými akciovými tituly či akciovými indexy.	x	x	x
• Přímý vztah k tržní ceně akcie.	x	x	x
• Snadný a promptní výpočet.	x	x	x

Zdroj: Vlastní zpracování

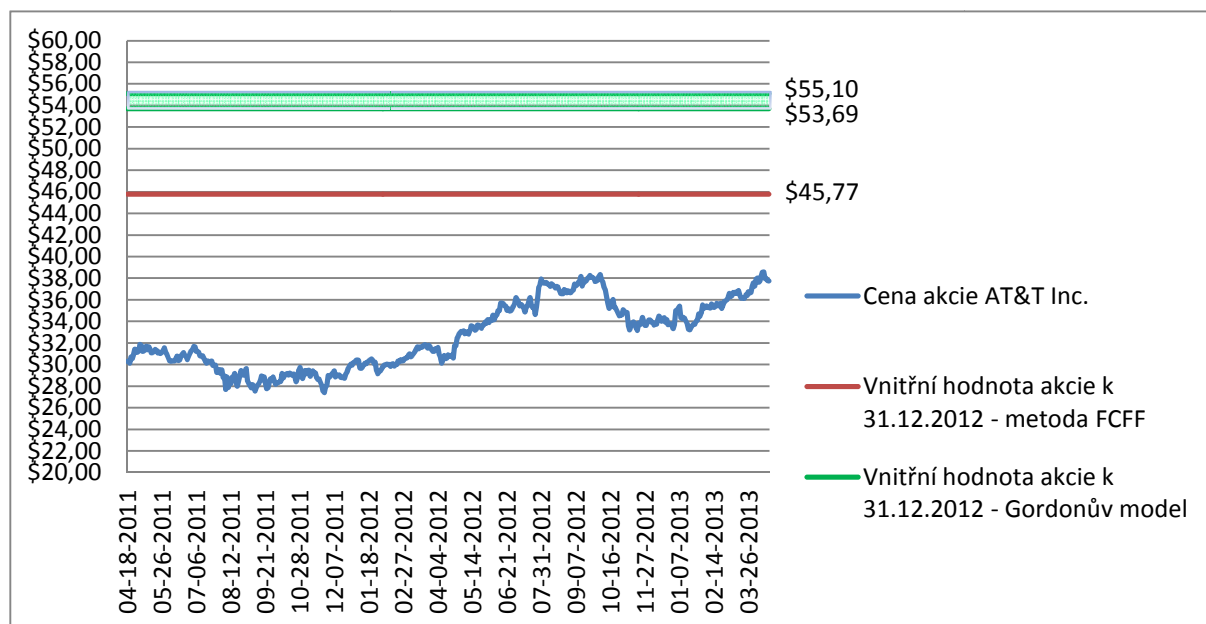
Relativní ukazatele oceňování se vyznačují značnou jednoduchostí, z čehož pramení nevýhody použití. Ukazatele trailing P/E a P/S zohledňují pouze 12 měsíční historii ziskovosti firmy, tudíž posuzují pouze aktuální atraktivnost titulu. Oproti tomu ukazatel forward P/E zohledňuje prognózu čistého zisku na následujících 12 měsících a má vztah k budoucnosti. Na druhou stranu čistý zisk představuje pouze poslední článek výkazu zisků a ztrát a podléhá značným účetním úpravám ze strany managementu.

Ukazatele P/E a P/S budeme vzhledem ke značné jednoduchosti a nevýhodám metodiky považovat za doplňkový nástroj v rámci celkového srovnání výsledků s reálným tržním oceněním.

5.2 Srovnání výsledků s reálným tržním oceněním

V rámci závěrečné části práce se zaměříme na srovnání výsledků oceňovacích analýz s reálným tržním oceněním a na kapitálovém trhu.

Obr. č. 6: Srovnání vnitřních hodnot akcií s reálným tržním oceněním



Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek č. 6 srovnává vnitřní hodnoty akcií nalezené pomocí metody FCFF a Gordonova dividendového modelu. Z grafu je zřejmé, že tržní cena akcie AT&T Inc. je ke dni ocenění (31. prosince 2012) podhodnocena vůči vnitřním hodnotám, které jsou výsledkem metod diskontovaných peněžních toků v rámci této diplomové práce.

Metoda FCFF

Z výsledků analýzy pomocí metody FCFF vyplývá, že tržní hodnota akcie AT&T Inc. na úrovni 33,71 USD ke dni ocenění (31. prosince 2012) byla nižší než její odhadovaná vnitřní hodnota 45,77 USD¹⁰². Akcie AT&T Inc. byly dle výsledků metody FCFF vhodné k nákupu. Toto tvrzení potvrzuje aktuální vývoj tržní ceny akcie od počátku roku 2013 (ode dne ocenění) do současnosti. Tržní cena se postupně přibližovala k námi nalezené vnitřní hodnotě. Dne 18. dubna 2013 uzavírala obchodování na NYSE na hodnotě 37,74 USD.

¹⁰² Výsledky oceňování pomocí metody FCFF jsou obsaženy v podkapitole 4.6.1.

Největší riziko chyby při odhadu spočívá ve vysoké citlivosti vnitřní hodnoty akcie na změny parametrů (tj. růst peněžního toků g_{FCFF} , konstantní výše peněžního toku FCFF, náklady na kapitál WACC) zejména v terminální fázi modelu FCFF (viz tabulka č. 33).

Odhady vnitřní hodnoty akcie AT&T Inc. v rámci metodiky FCFF závisí především na

- výběru makroekonomických indikátorů, které determinují vývoj poptávky po službách v odvětví, a kvalitě prognózy makroekonomických indikátorů,
- volbě metod a kvalitě prognózy vývoje tržního podílu společnosti, který s ohledem na budoucí sektorovou poptávku určuje budoucí tržby společnosti,
- schopnostech analytika predikovat budoucí vývoj provozní a investiční činnosti firmy, daňových výdajů, financování společnosti apod.,
- výběru metody a vstupů při odhadu požadované návratnosti investice (tj. metody při ohodnocení nákladů na cizí kapitál a tržní hodnoty jednotlivých složek kapitálu v rámci modelu WACC, použité vstupy do modelu CAPM apod.)

Každý analytik sám rozhoduje o tom, jaké metody a vstupy použije v rámci modelu FCFF při odhadu vnitřní hodnoty akcie. Kvalita výsledků z oceňovací analýzy závisí především na schopnostech analytika odhadovat vývoj těchto vstupů a parametrů v modelu FCFF.

Nalezená vnitřní hodnota akcie není stabilní veličinou. Nové makroekonomické, odvětvové, firemní a jiné fundamentální informace jsou primárním zdrojem pro aktualizaci parametrů, které ovlivňují vnitřní hodnoty akcie. Rychlost reakce na změny determinuje úspěch investora na kapitálovém trhu.

Gordonův model

Vnitřní hodnoty akcie AT&T Inc. odvozené z Gordonova modelu jsou výrazně vyšší než tržní hodnota akcie ke dni ocenění 31. prosince 2012¹⁰³. Vnitřní hodnoty, které vychází z několika metod odhadu míry růstu dividend g_D , se pohybují v rozmezí 53,69-55,10 USD. Tržní cena akcie ke dni ocenění zavírala denní obchodování na úrovni 33,71 USD.

Management společnosti zvyšuje od roku 2009 roční dividendu na akcii o 4 centy, což v relativním vyjádření představuje postupné snižování tempa růstu dividend. Tento trend

¹⁰³ Výsledky oceňování pomocí Gordonova modelu jsou obsaženy v podkapitole 4.6.2.

naznačuje, že odhady založené na průměrných historických tempech růstu nemusí být přiměřeným odhadem budoucnosti. Dalším důkazem pokračování klesajícího trendu míry růstu dividend je skutečnost, že současná hodnota volných peněžních toků do firmy¹⁰⁴ je výrazně nižší než současná hodnota očekávaných dividend založená na průměrování historických dat. Na základě těchto indicií se domníváme, že současné úrovně dividend jsou příliš vysoké a management pravděpodobně bude pokračovat ve snižování tempa růstu g_D pod úroveň z roku 2012.

Při predikci terminálního tempa růstu dividend g_D by v případě společnosti AT&T Inc. bylo vhodnější aplikovat metodu subjektivního odhadu, poněvadž postupy založené na průměrování historických dat¹⁰⁵ nezohledňují klesající trend míry růstu dividend z posledních let. Ke kvalitnímu odhadu délky období a hraniční hodnoty, na které se může klesající tempo růstu dividend stabilizovat, je však zapotřebí disponovat informacemi přímo z interních zdrojů společnosti.

Vzhledem k nedostatkům při odhadu tempa růstu dividend g_D nemůžeme potvrdit výstupy z Gordonova modelu, které naznačují, že tržní cena akcie je výrazně nižší než nalezená vnitřní hodnota. Domníváme se, že skutečná vnitřní hodnota akcie je nižší, protože metody k odvození míry růstu dividend nezohledňují klesající trend růstu z posledních let.

Relativní ukazatele oceňování

Výsledky ukazatelů relativního oceňování jsou předmětem podkapitoly 4.7. V případě těchto ukazatelů se zaměříme pouze na srovnání akcií AT&T Inc. s průměrem trhu (indexem S&P500). Hodnoty ukazatelů u akcií konkurenčních společností se vyznačují poměrně extrémním vývojem a srovnání hodnot neposkytuje relevantní výsledky k posouzení ocenění akcie na kapitálovém trhu.

Z vývoje inflačně očištěného vývoje trailing P/E na obrázku č. 5 je patrné, že tržní hodnota akcie je od 4. čtvrtletí 2011 do dne ocenění (31. prosince 2012) nadhodnocena vůči indexu S&P500. Hodnota ukazatele trailing P/E akcií AT&T Inc. je v tomto období vyšší než u indexu S&P500. Z hlubší analýzy výkazu zisků a ztrát¹⁰⁶ však vyplývá, že vývoj trailing P/E zkrslila jednorázová nákladová položka související s neúspěšnou akvizicí společnosti T-

¹⁰⁴ Viz výsledky metody FCFE

¹⁰⁵ Viz podkapitola 4.6.2

¹⁰⁶ Výkaz zisků a ztrát je součástí přílohy A.

Mobile USA v hodnotě 2,9 mld. USD. Společnost AT&T Inc. tak vykázala výraznou čtvrtletí ztrátu ve 4. kvartálu 2011¹⁰⁷.

Vzhledem k tomu, že čtvrtletní ztráta nebyla způsobena snížením výkonnosti firmy, akcie AT&T Inc. nezaznamenaly výraznější pokles tržní ceny. Tržní cena akcie tak výrazněji nereagovala zhoršení výsledku hospodaření, což způsobilo růst hodnoty P/E nad úroveň trhu (indexu S&P500). V případě, že by jednorázová položka nezpůsobila čistou ztrátu ve 4. čtvrtletí 2011, ukazatel P/E by se pravděpodobně pohyboval okolo úrovně indexu S&P500.

Ukazatel trailing P/E zohledňuje ziskovost společnosti v uplynulých 12 měsících, proto se inflačně očištěné P/E na obrázku č. 5 drží na vysokých úrovních až do konce 3. čtvrtletí roku 2012. K poklesu ukazatele trailing P/E tak dochází až v průběhu 4. čtvrtletí 2012, kdy se ztráta ze 4. kvartálu 2011 projevuje stále méně.

Ukazatel forward P/E zohledňuje prognózu čistého ročního zisku na rok 2013 od agentury Nasdaq¹⁰⁸, která předpovídá růst čistého ročního zisku AT&T Inc. Růst zisku povede k poklesu ukazatele P/E. Hodnota forward P/E akcie AT&T Inc. je k 18. dubnu 2013 na úrovni 14,92 a hodnota ukazatele P/E indexu S&P500 na úrovni 14,08 USD. Akcie AT&T Inc. lze dle tohoto ukazatele označit za správně oceněné vůči indexu S&P500.

Tento závěr není v rozporu s výsledkem vnitřní hodnoty akcie AT&T Inc. pomocí metody FCFF, kde je tržní hodnota akcie podhodnocena vůči nalezení vnitřní hodnotě. Průměrná hodnota P/E indexu S&P500 se od roku 1926-2012¹⁰⁹ pohybuje okolo úrovně 16,7 [38], z čehož lze usoudit, že hodnota forward P/E indexu S&P500 a zároveň i akcie AT&T Inc. je podhodnocena vůči dlouhodobému průměru indexu.

Co se týče srovnání relativních ukazatelů, ukazatel trailing P/E posuzuje pouze aktuální atraktivitu titulu a nemá přímý vztah k budoucnosti. Racionální investor nekupuje akcie na základě minulé výkonnosti. Vývoj trailing P/E u společnosti AT&T Inc. byl navíc zkrácen jednorázovou nákladovou položkou. Výstupy z analýzy ukazatele forward P/E považujeme oproti trailing P/E za spolehlivější odhad ocenění akcie vůči indexu S&P500. Dle ukazatele forward P/E jsou akcie AT&T Inc. správně oceněny vůči indexu S&P500.

¹⁰⁷ Čtvrtletní ztráta na akcii ve 4. kvartálu 2011 dosáhla hodnoty 1,12 USD na akcii oproti zisku 0,2 USD na akcii v roce 2010 ve stejném čtvrtletí.

¹⁰⁸ Viz tabulka č. 31

¹⁰⁹ Průměrné P/E indexu S&P500 vychází z výpočtů profesora Roberta Shillera (Yale University- Online Data).

Závěr

Hlavním cílem diplomové práce bylo ocenit akcie americké společnosti AT&T Inc. na kapitálovém trhu a srovnat dosažené výsledky s reálným tržním oceněním. Ke splnění hlavního cíle slouží dílčí cíle, které jsou definovány v úvodu práce.

V první kapitole byly charakterizovány metody oceňování akcií, mezi které patří fundamentální, technická a psychologická analýza. Za hlavní metodický přístup je zvolena fundamentální analýza, poněvadž představuje historicky nejprověřenější metodu oceňování akcií. Fundamentální analýza je založena na hledání vnitřní hodnoty akcie, ke které by měla její tržní cena v delším časovém horizontu konvergovat. Význam fundamentální analýzy roste zejména v době, kdy se tržní cena akcie značně odchyluje od její vnitřní hodnoty.

Celkový proces oceňování akcií vychází z globální makroekonomické analýzy. Za makroekonomické indikátory jsme zvolili hrubý domácí produkt, osobní příjmy a osobní spotřební výdaje ve Spojených státech. Prognózy těchto indikátorů úzce souvisí s budoucí spotřebou a kupní silou obyvatelstva. Jejich vývoj významně ovlivňuje poptávku po službách v americkém telekomunikačním sektoru. S využitím nástrojů regresní analýzy a prognóz makroekonomických indikátorů jsme zpracovali odhad vývoje poptávky po službách v odvětví.

V návaznosti na odhad sektorové poptávky byla provedena analýza atraktivity trhu, jejímž cílem bylo ohodnotit odvětvové faktory (např. intenzita konkurence, velikost trhu atd.) z hlediska jejich vlivu na možnosti prodeje na trhu. Na tuto část práce navazuje analýza vnitřního potenciálu, která hodnotí interní faktory výkonnosti firmy (např. cenová politika, výzkum a vývoj atd.). Výstupem těchto dvou analýz je prognóza vývoje tržního podílu AT&T Inc. by měla udržet svůj tržní podíl na úrovni z roku 2012 a obstát v konkurenčním boji na trhu telekomunikačních služeb. Z provedených analýz dále vyplývá, že tržby společnosti by měly růst v souladu s růstem poptávky po službách v odvětví.

Výstupy z analýzy makroprostředí, odvětví a interní výkonnosti společnosti slouží jako vstupní data pro modely fundamentální analýzy, za které jsme zvolili metodu volných peněžních toků do firmy (FCFF), Gordonův dividendový model a ukazatele relativního oceňování Price-To-Earnings (P/E) a Price-To-Sales (P/S). Metoda FCFF představuje velmi komplexní metodiku. Vnitřní hodnotu akcie odhadujeme na základě současné hodnoty volných peněžních toků, při jejichž prognóze bere v úvahu detailní rozbor externích a interních faktorů výkonnosti firmy.

Akcie společnosti AT&T Inc. jsou kvalitním dividendovým titulem v rámci indexu S&P500, tudíž jsme k ocenění akcií použili i metodiku Gordonova modelu. Ukazatele P/E a P/S jsou rovněž vhodným nástrojem oceňování, poněvadž umožňují srovnávat atraktivnost ceny akcie AT&T Inc. s cenou akciových indexů a jiných akciových titulů.

Z výsledků modelu FCFF vyplývá, že tržní cena akcie je podhodnocena vůči její nalezené vnitřní hodnotě. Tržní cena akcie AT&T Inc. zakončila obchodování ke dni ocenění (31. prosince 2012) na úrovni 33,71 USD. Vnitřní hodnotu jsme pomocí metody FCFF ocenili na úrovni 45,77 USD. Tržní cena akcie se od počátku roku 2013 posunula blíže k odhadované vnitřní hodnotě, což podporuje závěry z metody FCFF. Za největší slabou stránku považujeme vysokou citlivost vnitřní hodnoty akcie na změnu parametrů modelu.

Na základě Gordonova modelu jsme odhadli vnitřní hodnoty akcie AT&T Inc. na úrovních v rozmezí 53,69-55,10 USD ke dni ocenění (31. prosince 2012). Tyto odhady jsou výrazně vyšší než tržní cena akcie 33,71 USD. Vzhledem k nedostatkům Gordonova modelu při odhadu míry růstu dividend však není možné potvrdit či vyvrátit nákupní doporučení, které z této analýzy vyplývá. Metodika Gordonova modelu založená na průměrování historických dat nezohledňuje klesající trend míry růstu dividend z posledních let.

Hodnoty relativních ukazatelů jsme srovnávali pouze s hodnotami indexu S&P500, poněvadž akcie konkurenčních společností na trhu dosahují extrémních hodnot těchto ukazatelů. Hodnota trailing P/E akcie AT&T Inc. byla zkreslena vysokou jednorázovou nákladovou položkou, která snížila výsledek hospodaření. Ukazatel trailing P/E rovněž srovnává pouze aktuální atraktivitu titulu. Relevantní pohled na ocenění akcií AT&T Inc. představuje spíše hodnota forward P/E na úrovni 14,92 ke dni ocenění (18. dubna 2013). Ukazatel forward P/E indexu S&P500 dosáhl hodnoty 14,08 ke stejnému datu ocenění. Akcie AT&T Inc. lze dle forward P/E označit za správně oceněné vůči indexu S&P500. Dlouhodobý průměr ukazatele P/E indexu S&P500 se pohybuje na úrovni 16,7, z čehož vyplývá, že současná hodnota P/E akcie AT&T Inc. a indexu S&P500 je podhodnocena vůči dlouhodobému průměru S&P500.

Z celkové analýzy fundamentální analýzy vyplývá, že akcie AT&T Inc. lze stále považovat za atraktivní titul k nákupu. Vnitřní hodnota akcie však není stabilní veličinou. Nové makroekonomické, odvětvové, firemní a jiné fundamentální informace jsou primárním zdrojem pro aktualizaci parametrů, které ovlivňují vnitřní hodnotu akcie. Rychlost reakce na změny determinuje úspěch investora na kapitálovém trhu.

Seznam tabulek

Tab. č. 1: Odvození volného peněžního toku (FCFF).....	- 33 -
Tab. č. 2: Stanovení vnitřní hodnoty akcie v rámci modelu FCFF	- 38 -
Tab. č. 3: Historický vývoj a prognóza indikátorů americké ekonomiky (2003-2015).....	- 50 -
Tab. č. 4: Tržby v sektoru telekomunikací, makroekonomické indikátory (2003-2012)....	- 52 -
Tab. č. 5: Statistický test - vícenásobná lineární regrese se třemi regresory.....	- 52 -
Tab. č. 6: Statistický test - vícenásobná regrese se dvěma regresory.....	- 53 -
Tab. č. 7: Vývoj tržeb v americkém sektoru telekomunikací (2006-2015).....	- 53 -
Tab. č. 8: Velikost a růst trhu v sektoru telekomunikací (2009-2012).....	- 54 -
Tab. č. 9: Vývoj tržeb v jednotlivých produktových segmentech AT&T Inc. (2009-2012)-	55 -
Tab. č. 10: Diagram atraktivity telekomunikačního trhu (2009-2012)	- 59 -
Tab. č. 11: Hlavní tržní příležitosti a hrozby společnosti AT&T Inc.....	- 60 -
Tab. č. 12: Kapitálové výdaje a investice (2009-2012).....	- 64 -
Tab. č. 13: Finanční ukazatele společnosti AT&T Inc. (2009-2012).....	- 65 -
Tab. č. 14: Analýza vnitřního potenciálu AT&T Inc.	- 67 -
Tab. č. 15: Hlavní silné a slabé stránky společnosti AT&T Inc.....	- 68 -
Tab. č. 16: Tržní podíl společností v americkém telekomunikačním odvětví (2008-2012) -	68 -
Tab. č. 17: Prognóza tržeb společnosti AT&T Inc.....	- 70 -
Tab. č. 18: Stanovení nákladů na cizí kapitál a vah jednotlivých složek kapitálu	- 71 -
Tab. č. 19: Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM	- 72 -
Tab. č. 20: Marginální sazba daně z příjmů právnických osob (2007-2012).....	- 73 -
Tab. č. 21: Vážené průměrné náklady na kapitál WACC	- 73 -
Tab. č. 22: Prognóza čistého zisku po upravené dani (NOPLAT).....	- 75 -
Tab. č. 23: Predikce nepeněžního pracovního kapitálu (Non-Cash WC)	- 76 -
Tab. č. 24: Prognóza volných peněžních toků FCFF	- 77 -

Tab. č. 25: Vývoj ukazatelů v rámci metodiky FCFF (2013-2016).....	- 78 -
Tab. č. 26: Vnitřní hodnota akcie AT&T Inc. – metoda FCFF.....	- 79 -
Tab. č. 27: Vývoj dividend, EPS a DPR v letech 2004-2012	- 80 -
Tab. č. 28: Odhad míry růstu dividend g_D na základě historických dat.....	- 81 -
Tab. č. 29: Odhad míry růstu dividend g_D na základě finančních ukazatelů	- 81 -
Tab. č. 30: Odhad vnitřní hodnoty akcie – Gordonův model.....	- 82 -
Tab. č. 31: Srovnání hodnot ukazatelů relativního oceňování P/E a P/S.....	- 83 -
Tab. č. 32: Výhody a nevýhody metody FCFF a Gordonova modelu	- 87 -
Tab. č. 33: Analýza citlivosti vnitřní hodnoty akcie na vstupní data (WACC, g_{FCFF})	- 88 -
Tab. č. 34: Výhody a nevýhody ukazatelů relativního oceňování	- 90 -

Seznam obrázků

Obr. č. 1: Celkové schéma procesu při oceňování akcií společnosti AT&T Inc.	- 12 -
Obr. č. 2: Vývoj tržní hodnoty akcie AT&T Inc. v letech 1994-2013	- 48 -
Obr. č. 3: Vývoj výkonnosti akcií AT&T Inc. a indexu S&P500 v letech 1992-2013	- 49 -
Obr. č. 4: Diagram perspektivnosti společnosti AT&T Inc. (Bostonská matice)	- 69 -
Obr. č. 5: Srovnání ukazatele P/E – AT&T Inc. a S&P500	- 85 -
Obr. č. 6: Srovnání vnitřních hodnot akcií s reálným tržním oceněním	- 91 -

Seznam zkratk

b.c.	běžné ceny	M_I	míra investic
C	úroková kupónová platba	N	nominální účetní hodnota dluhu
CAMP	Capital Asset Pricing Model	NAICS	North American Industry Classification System
CK	cizí kapitál	Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
CK_T	tržní hodnota cizího úročeného kapitálu	n_{ck}	náklady na cizí kapitál
Corp.	Corporation	NCW	Non-Cash Working Capital
CPI	Consumer Price Index	NOPLAT	Net Operating Profits Less Adjusted Taxes
d	sazba daně z příjmů	n_{vk}	náklady na vlastní kapitál
D_1	odhad dividendy v prvním roce držby	NYSE	New York Stock Exchange
d_E	efektivní sazba daně z příjmů	P/E	Price-To-Earnings
D_M	mladší roční dividenda na akcii	P/S	Price-To-Sales
DPR	Dividend Payout Ratio	PCE	Personal Consumption Expenditures
D_S	starší roční dividenda na akcii	PP&E	Property, Plant and Equipment
$E(R_A)$	střední očekávaná výnosnost akcie	R_F	bezriziková úroková míra
$E(R_M)$	střední očekávaná výnosnost tržního portfolia	ROA	Return On Assets
EAT	Earnings After Taxes	ROC	Return On Capital
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes	ROE	Return On Equity
EBITA	Earnings Before Interest, Taxes and Amortization	RONIC	Return On New Invested Capital
EPS	Earnings-Per-Share	S&P	Standard&Poor's
FCC	Federal Communications Commission	s.c.	stálé ceny
FCFF	Free Cash Flow To The Firm	ÚCK	úročený cizí kapitál
g_D	tempo růstu dividend	USA	United States of America
g_{FCFF}	tempo růstu volného peněžního toku do firmy	USD	United States Dollar
HDP	hrubý domácí produkt	V_0	současná hodnota vnitřní ceny akcie
Inc.	Incorporated	VK	vlastní kapitál
KFM	krátkodobý finanční majetek	VK_T	tržní hodnota vlastního kapitálu
K_T	tržní hodnota celkového vloženého kapitálu	VoiP	Voice over Internet Protocol
LTE-4G	Long-Term Evolution - Fourth Generation	WACC	Weighted Average Cost Of Capital
		WC	Working Capital
		β_A	beta faktor akcie

Seznam literatury

Tištěné zdroje

- [1] BODIE, Zvi, KANE Alex, MARCUS, Alan, J. *Essentials Of Investments*. 5th edition. Homewood: Richard D. Irwin, Inc., 2003. 775 p. ISBN 978-0072855586
- [2] DEFUSCO, Richard, A. *Quantitative Methods for Investment Analysis*. Charlottesville: Association for Investment Management and Research, 2001. 664 s. ISBN 0-935015-69-8
- [3] FOTR, Jiří. *Strategické a finanční plánování*. 1. vyd. Praha: Grada, 1999. 149 s. ISBN 80-7169-694-3
- [4] GRAHAM, Benjamin, DODD, David, L. *Security analysis*. 1st edition. Rockland: Jay's Publishers Services, Inc., 1934. 725 p. ISBN 0-07-024496-0
- [5] KOLLER, Tim, GOEDHART, Mark, WESSELS, David. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 4th edition. New Jersey: McKinsey & Company, Inc., 2005. 733 p. ISBN-10 0-471-70218-8
- [6] LEVY, Haim, SARNAT, Marshall. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1999. 920 s. ISBN 80-7169-504-1
- [7] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4
- [8] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 464 s. ISBN 978-80-86929-67-5
- [9] STOWE, John, D. *Analysis of Equity Investments: Valuation*. Charlottesville: Association for Investment Management and Research, 2002. 318 s. ISBN 0-935015-76-0
- [10] THOMSETT, Michael, C. *Mastering Fundamental Analysis*. Chicago: Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998. 234 p. ISBN 0-7931-2873-0
- [11] TREGLER, Karel. *Oceňování akciových titulů: metody měření správnosti ocenění*. 1 vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. 164 s. ISBN 80-7179-439-2
- [12] VESELÁ, Jitka. *Analýzy cenných papírů. II. Díl: Fundamentální analýza*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1

Elektronické zdroje

- [13] Annual & Quarterly Services. *United States Census Bureau* [online]. Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce, 2013 [cit. 15.3.2013]. Dostupné z: <http://www.census.gov/services/index.html>
- [14] AT&T Inc. 2010 Annual Report. *AT&T* [online]. Dallas: AT&T Inc., 2013 [cit. 23.3.2013]. Dostupné z: <http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=9186/>
- [15] AT&T Inc. 2011 Annual Report. *AT&T* [online]. Dallas: AT&T Inc., 2013 [cit. 23.3.2013]. Dostupné z: <http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=9186/>
- [16] AT&T Inc. 2012 Annual Report. *AT&T* [online]. Dallas: AT&T Inc., 2013 [cit. 25.3.2013]. Dostupné z: <http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=9186/>
- [17] AT&T Inc. Earnings Forecast. *NASDAQ* [online]. New York: The NASDAQ OMX Group, Inc., 2013 [cit. 10.4.2013]. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/symbol/t/earnings-forecast#.UVmPMpPwk08/>
- [18] AT&T shop. *AT&T* [online]. Dallas: AT&T Inc., 2013 [cit. 1.4.2013]. Dostupné z: <http://www.att.com/shop/>
- [19] BOVINO, Beth, A. *U.S. Economic Forecast* [online]. New York: Standard&Poor's, 2013 [cit. 10.3.2013]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245347996359/>
- [20] *Bureau of Economic Analysis* [online]. Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce, 2013 [cit. 18.3.2013]. Dostupné z: <http://www.bea.gov/>
- [21] *Bureau of Labor and Statistics* [online]. Washington, D.C.: United States Department of Labor, 2013 [cit. 15.3.2013]. Dostupné z: <http://www.bls.gov/>
- [22] Calculation GDP. *Geneseo* [online]. New York: The State University of New York, 2008, [cit. 10.3.2013]. Dostupné z: <http://www.geneseo.edu/~annala/Calculating%20GDP.ppt/>
- [23] *Cricket* [online]. San Diego: Cricket Communications, Inc., 2013 [cit. 1.4.2013]. Dostupné z: <http://www.mycricket.com/>
- [24] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran Online* [online]. New York: New York University, Stern School of Business, 2013 [cit. 11.3.2013]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [25] DAMODARAN, Aswath. Estimating Market Value of Debt. *Damodaran Online* [online]. New York: New York University, Leonard N. Stern School of Business, 2013 [cit. 10.3.2013]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/mktvalofdebt.htm/

- [26] DAMODARAN, Aswath. Return on Equity by Sector. *Damodaran Online* [online]. New York: New York University, Leonard N. Stern School of Business, 2013 [cit. 20.3.2013]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/roe.html/
- [27] DAMODARAN, Aswath. Working Capital in Valuation. *Damodaran Online* [online]. New York: New York University, Leonard N. Stern School of Business, 2013 [cit. 29.3.2013]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm/
- [28] DAMODARAN, Aswath. Working Capital Ratios by Sector. *Damodaran Online* [online]. New York: New York University, Stern School of Business, 2013 [cit. 10.3.2013]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wcdata.html/
- [29] DVOŘÁK, Antonín. *Odhad parametrů pokračující hodnoty v modelu DCF* [online]. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2013 [cit. 10.3.2013]. Dostupné z: <http://www.vse.cz/eam/8/>
- [30] *Google Finance* [online]. Mountain View: Google Inc., 2013 [cit. 23.3.2013]. Dostupné z: <https://www.google.com/finance/>
- [31] Industry List. *Yahoo! Finance* [online]. Sunnyvale: Yahoo! Inc., 2013 [cit. 23.3.2013]. Dostupné z: <http://biz.yahoo.com/p/8ttmu.html/>
- [32] Introduction to NAISC. *United States Census Bureau* [online]. Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce, 2013 [cit. 13.3.2013]. Dostupné z: <http://www.census.gov/eos/www/naics/>
- [33] Investor Relations. *AT&T* [online]. Dallas: AT&T Inc., 2013 [cit. 2.4.2013]. Dostupné z: <http://www.att.com/gen/investor-relations?pid=18777>
- [34] Investor Relations. *Sprint* [online]. Overland Park: Sprint Nextel Corp., 2013 [cit. 11.4.2013]. Dostupné z: <http://investors.sprint.com/CorporateProfile.aspx?iid=4057219>
- [35] Investor Relations. T-Mobile [online]. Bellevue: T-Mobile USA, Inc., 2013 [cit. 15.4.2013]. Dostupné z: http://www.t-mobile.com/company/InvestorRelations.aspx?tp=Abt_Tab_InvestorRelations&ViewArchive=Yes
- [36] Investor Relations. Verizon [online]. New York: Verizon Communications Inc., 2013 [cit. 3.4.2013]. Dostupné z: <http://www22.verizon.com/investor/>
- [37] P/Es & Yields on Major Indexes. *The Wall Street Journal* [online]. New York: Dow Jones & Company, Inc., 2013 [cit. 1.4.2013]. Dostupné z: http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3021-peyield.html/
- [38] SHILLER, Robert. *Online Data Robert Shiller* [online]. New Haven: Yale University, Yale Department of Economics, 2013 [cit. 19.3.2013]. Dostupné z: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm/>

- [39] Shop Verizon Services and Plans. *Verizon* [online]. New York: Verizon Communications Inc., 2013 [cit. 5.4.2013]. Dostupné z: <http://www22.verizon.com/home/shop/shopping.htm/>
- [40] Sprint Shop. *Sprint* [online]. Overland Park: Sprint Nextel Corp., 2013 [cit. 2.4.2013]. Dostupné z: http://shop.sprint.com/mysprint/shop_landing.jsp?INTNAV=ATG:HE:Shop/
- [41] *T-Mobile* [online]. Bellevue: T-Mobile USA, Inc., 2013 [cit. 10.4.2013]. Dostupné z: <http://www.t-mobile.com/>
- [42] TREJBAL, Václav. *Goldman Sachs: Zbavte se dluhopisů, sázejte na akcie. Tentokrát to vyjde i v Číně* [online]. Praha: Patria Online, a.s., 2013 [cit. 20.3.2013]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2235666/goldman-sachs-zbavte-se-dluhopisu-sazejte-na-akcie-tentokrat-to-vyjde-i-v-cine.html/>
- [43] *US Government Debt* [online]. Christopher Chantrill, 2013 [cit. 23.3.2013]. Dostupné z: <http://www.usgovernmentdebt.us/>
- [44] *US Investopedia* [online]. A Division of ValueClick, Inc., 2013 [cit. 2.3.2013]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/university/releases/default.asp/>
- [45] *Yahoo! Finance* [online]. Sunnyvale: Yahoo! Inc., 2013 [cit. 20.3.2013]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>
- [46] ZEMAN, Eric. *Wireless Carrier Rankings: AT&T Vs. Verizon* [Online]. UBM LLC, 2012 [cit. 2.4.2013]. Dostupné z: <http://www.informationweek.com/mobility/business/wireless-carrier-rankings-att-vs-verizon/240142849/>

Seznam příloh

Příloha A: Consolidated Balance Sheets (2009-2012)

Příloha B: Consolidated Statements of Income (2009-2012)

Příloha A: Consolidated Balance Sheets (2009-2012)

Dollars in millions	2009	2010	2011	2012
Current Assets				
Cash and cash equivalents	3741	1437	3045	4868
Accounts Receivable	14845	13610	13231	12657
Prepaid expenses	1562	1458	1102	1035
Deferred income taxes	1247	1170	1470	1036
Other current assets	3792	3179	4137	3110
Total current assets	25187	20854	22985	22706
Long Term Assets				
Property, Plant and Equipment - Net	99519	103196	107087	109767
Long Term Investments	2921	4515	3718	4581
Goodwill	72782	73601	70842	69773
Intangible Assets	61628	60520	59343	58775
Other Long Term Assets	6275	6705	6467	6713
Total Assets	268312	269391	270442	272315
Liabilities				
Debt maturing within one year	7361	7196	3453	3486
Accounts payable and accrued liabilities	20999	20055	19956	20911
Other current liabilities	8345	7603	7483	7390
Current Liabilities	36951	34854	30892	31787
Long-Term Debt	64720	58971	61300	66358
Deferred income taxes	23579	22070	25748	28491
Minority interest	425	303	263	333
Postemployment benefit obligation	27847	28803	34011	41392
Other noncurrent liabilities	13226	12743	12694	11592
Total Liabilities	166748	157744	164908	179953
Stockholders' Equity				
Common stock	6495	6495	6495	6495
Additional paid-in capital	91707	91731	91156	91038
Retained earnings	21944	31792	25453	22481
Treasury stock	(21260)	(21083)	(20750)	(32888)
Accumulated other comprehensive income	2678	2712	3180	5236
Total stockholders' equity	101564	111647	105534	92362
Total Liabilities and Stockholders' Equity	268312	269391	270442	272315
Total Common Shares Outstanding (mil.)	5902	5911	5927	5581

Příloha B: Consolidated Statements of Income (2009-2012)

Dollars in millions USD except per share amounts	2009	2010	2011	2012
Operating Revenues	122 513	124 280	126 723	127 434
Operating Expenses				
Cost of services and sales	50571	50257	54836	55215
Selling general and administrative expense	31427	34986	41382	41079
Impairment of intangible assets		85	2910	-
Depreciation and amortization	19515	19379	18377	18143
Total Operating Expenses	101513	104707	117505	114437
Operating Income (Loss)	21000	19573	9218	12997
Equity in earnings of unconsolidated businesses	734	762	784	752
Other income and (expense) net	152	897	249	134
Interest expense	3368	2994	3535	3444
Income (Loss) Before (Provision) Benefit for Income Taxes	18518	18238	6716	10439
(Provision) Benefit for income taxes	6091	(1162)	2532	2900
Income from Discontinued Operations net of tax	20	779		
Net Income (Loss)	12447	20179	4184	7539
Less: Net Income Attributable to Noncontrolling Interest	309	315	240	275
Net Income (Loss) Attributable to AT&T	12138	19864	3944	7264
Earnings (Loss) Per Common Share Net Income (Loss) Attributable to AT&T	2,06	3,36	0,66	1,25

Abstrakt

SAMEK, V. *Oceňování akcií s využitím fundamentální analýzy*. Diplomová práce. Plzeň: Fakulta ekonomická ZČU v Plzni, 109 s., 2013

Klíčová slova: fundamentální analýza, oceňování akcií, vnitřní hodnota akcie, kapitálový trh

Tato diplomová práce se zabývá oceňováním akcií americké telekomunikační společnosti AT&T Inc. na kapitálovém trhu. Metodickým přístupem k řešení problematiky je fundamentální analýza, která při hledání správného ocenění akcií bere v úvahu vývoj makroekonomického prostředí, odvětvových a interní faktorů výkonnosti firmy. V rámci diplomové práce je aplikováno několik nástrojů fundamentální analýzy, kterými jsou metoda volných peněžních toků do firmy (FCFF), Gordonův dividendový model a ukazatele relativního oceňování. Neoddělitelnou součástí fundamentální analýzy je rovněž stanovení požadované míry návratnosti investice na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC) a nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM. Výstupem diplomové práce je nalezení správného ocenění akcií společnosti AT&T Inc. na kapitálovém trhu a srovnání výsledků fundamentální analýzy s reálným tržním oceněním.

Abstract

SAMEK, V. *Stock Valuation Using Fundamental Analysis*. Diploma thesis. Pilsen: The Faculty of Economics of UWB in Pilsen, 109 p., 2013

Key words: Fundamental Analysis, Intrinsic Value, Stock Valuation, Capital Market

This diploma thesis deals with stock valuation of the American telecommunication corporation AT&T Inc. The methodological approach to stock valuation is fundamental analysis which takes account of macroeconomic environment, impact of industry factors, financial position and performance of company. For the purpose of stock valuation, a number of techniques are applied. The main methods are the free cash flow to the firm model (FCFF), the dividend discount model and the price multiples. The significant part of the thesis is the determination of required rate of return expressed in the form of the weighted average cost of capital and the cost of equity using the capital asset pricing model (CAPM). The major output of the diploma thesis is to derive the fair value estimates for AT&T's shares on the capital market and compare the outcomes of the fundamental analysis with the market stock value.