

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Diplomová práce

**Fundamentální analýza akcií vybraných společností
z indexu Standard & Poor's 500**

Bc. David Seres

© 2022 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. David Seres

Podnikání a administrativa

Název práce

Fundamentální analýza akcií vybraných společností z indexu Standard & Poor's 500

Název anglicky

Fundamental share analysis of selected companies from the Standard & Poor's 500 index

Cíle práce

Cílem práce je ohodnocení podniků s využitím fundamentální analýzy a výpočtu vnitřních hodnot akcií vybraných společností z odlišných odvětví akciového indexu Standard & Poor's 500. Na základě výsledných hodnot a komparace s aktuální tržní cenou, bude vytvořena investiční strategie pro potenciální investory.

Metodika

Teoretická část představuje zpracování teoretických východisek pro praktickou část studiem literatury a zhodnocením dosavadní úrovně poznání fundamentální analýzy akcií vybraných společností z indexu Standard & Poor's 500 a kritické rešerši přístupů k jejich hodnocení.

Praktická část zahrnuje identifikaci vnějšího a vnitřního prostředí, komparaci a následnou syntézu poznatků. Součástí praktické části práce bude makroekonomická, odvětvová a firemní fundamentální analýza s cílem zjištění vnitřní hodnoty akcie a přípravení investiční strategie pro potenciální investory.

Doporučený rozsah práce

60-80

Klíčová slova

Fundamentální analýza, vnitřní hodnota, investice, akcie, cashflow

Doporučené zdroje informací

GLADIŠ, DANIEL. Akciové investice. Praha: Grada, 2015. Investice. ISBN 978-80-247-5375-1

GRAHAM, BENJAMIN A JASON ZWEIG. Inteligentní investor. Praha: Grada, 2007. Investice. ISBN 978-80-247-1792-0

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1

REJNUŠ, OLDŘICH. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6

Předběžný termín obhajoby

2022/23 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Marek Dvořák, Ph.D., Ing.Paed.IGIP

Garantující pracoviště

Katedra obchodu a financí

Elektronicky schváleno dne 23. 2. 2023

prof. Ing. Luboš Smutka, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 28. 2. 2023

doc. Ing. Tomáš Šubrt, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 01. 03. 2023

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Fundamentální analýza akcií vybraných společností z indexu Standard & Poor's 500" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 30. 3 .2023

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Markovi Dvořákovi, PhD., Ing.Paed.IGIP za odborné vedení diplomové práce, cenné připomínky a konzultace v průběhu zpracování diplomové práce.

Fundamentální analýza akcií vybraných společností z indexu Standard & Poor's 500

Abstrakt

Cílem diplomové práce je s využitím fundamentální analýzy ohodnocení společností Altria Group, Inc. a The Walt Disney Company, stanovení vnitřní hodnot akcií a interpretace investičního doporučení. Diplomová práce je rozdělena do teoretické a praktické části. V teoretické části jsou vysvětleny základní pojmy jako jsou akcie, dividendy, investice či spekulace. Dále jsou představeny daňové povinnosti investorů, trhy cenných papírů a rozdílné typy akciových analýz. Zbývá část teoretické části je věnována fundamentální analýze, které je rozdělena na globální, odvětvovou a firemní. V praktické části jsou představeny analyzované společnosti, pro něž bylo společně zkoumáno ekonomické prostředí ve Spojených státech amerických. Pro obě společnosti byla provedena odvětvová fundamentální analýza, ve které bylo zkoumáno konkrétní odvětví a dále konkurenční společnosti, státní regulace a budoucí směr. Závěrečná část se zabývá firemními fundamentálními analýzami, kde je využíváno nástrojů finanční analýzy, jako jsou např. poměrové ukazatele či bankrotní a bonitní modely. V rámci této části je dále využito oceňovacích modelů pro stanovení vnitřních hodnot akcií. Na základě zjištěných poznatků je interpretováno investiční doporučení čtenářům této práce, které disponují kapitálem o velikosti 1 mil. Kč. Vyšším růstovým potenciálem disponuje společnost The Walt Disney Company, avšak společnost Altria Group, Inc. představuje defenzivní složku rozumně diverzifikovaného portfolia. Z tohoto důvodu byly k investici vybrány obě společnosti, jejichž konkrétní kapitálové rozložení je interpretováno v závěru práce.

Klíčová slova: Fundamentální analýza, vnitřní hodnota, investice, akcie, cash flow

Fundamental share analysis of selected companies from the Standard & Poor's 500 index

Abstract

The aim of the diploma thesis is to use a fundamental analysis of the valuation of Altria Group, Inc. and The Walt Disney Company, determining intrinsic stock values and interpreting investment recommendations. The diploma thesis is divided into a theoretical and a practical part. In the theoretical part, basic terms such as shares, dividends, investments and speculation are explained. Furthermore, the tax obligations of investors, securities markets and different types of stock analysis are presented. The rest of the theoretical part is devoted to fundamental analysis, which is divided into global, sectoral and corporate. In the practical part, analyzed companies are presented, for which the economic environment in the United States of America was jointly investigated. For both companies, an industry fundamental analysis was conducted, in which the specific industry was examined, as well as competing companies, state regulation and future direction. The final part deals with company fundamental analyses, where financial analysis tools are used, such as ratios or bankruptcy and credit models. Within this part, valuation models are also used to determine the intrinsic values of shares. On the basis of the established investment knowledge, a recommendation is interpreted for the readers of this work who have a capital of 1 million CZK. The Walt Disney Company has higher growth potential but Altria Group, Inc. represents the defensive component of a reasonably diversified portfolio. For this reason, both companies were selected for investment. The specific distribution of capital is interpreted in conclusion.

Keywords: Fundamental analysis, intrinsic value, investment, stock, cash flow

Obsah

1 Úvod.....	10
2 Cíl práce a metodika	12
2.1 Cíl práce	12
2.2 Metodika	12
3 Teoretická východiska	16
3.1 Akcie	16
3.2 Daňová povinnost.....	16
3.3 Investice versus spekulace	18
3.4 Finanční trhy	18
3.5 Akciové analýzy	20
3.6 Fundamentální analýza.....	21
3.7 Globální fundamentální analýza	22
3.7.1 Inflace	22
3.7.2 Úrokové sazby	22
3.7.3 Reálný výstup ekonomiky	23
3.7.4 Fiskální politika	23
3.7.5 Peněžní nabídka	24
3.8 Odvětvová fundamentální analýza	24
3.8.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	24
3.8.2 Tržní struktura odvětví.....	25
3.8.3 Životní cyklus odvětví	26
3.9 Firemní fundamentální analýza.....	27
3.9.1 Dividendové diskontní modely	28
3.9.2 Ziskové modely.....	29
3.9.3 Cash flow modely	30
3.9.4 Finanční analýza	31
4 Vlastní práce.....	39
4.1 Globální analýza.....	39
4.1.1 Reálný výstup ekonomiky	39
4.1.2 Inflace	40
4.1.3 Úrokové sazby	41
4.2 Profil společnosti Altria Group, Inc	42
4.3 Odvětvová fundamentální analýza.....	44
4.4 Firemní fundamentální analýza.....	47
4.4.1 Finanční analýza	47
4.4.2 Dividendové modely.....	53

4.4.3	Cash flow modely	54
4.4.4	Ziskové modely.....	56
4.5	Profil společnosti The Walt Disney Company.....	58
4.6	Odvětвовá fundamentální analýza.....	59
4.7	Firemní fundamentální analýza.....	62
4.7.1	Finanční analýza	62
4.7.2	Cash flow modely	67
5	Výsledky a diskuse	70
5.1	Altria Group, Inc	70
5.2	The Walt Disney Company	71
6	Závěr.....	73
7	Seznam použitých zdrojů	75
	Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratk.....	78
7.1	Seznam obrázků	78
7.2	Seznam tabulek	78
7.3	Seznam grafů.....	79
7.4	Seznam použitých zkratk.....	79
	Seznam příloh.....	80

1 Úvod

V současné době jsou mezinárodní ekonomiky ovlivněny globálními krizemi, jako je např. pandemie Covid-19, počínaje rokem 2020, nebo válkou na Ukrajině, která začala v roce 2022. Světové ekonomiky dosahují vysokých hodnot úrokových sazeb a inflace, a proto spousta obyvatelů přemýšlí, do kterých instrumentů lze investovat své volné finanční prostředky, které na běžném účtu ztrácí svou hodnotu. Na základě vyšší finanční informovanosti se čím dále více obyvatel obrací na investování do cenných papírů, konkrétně akcií. Investice do tohoto typu instrumentu sebou ovšem nese určitá rizika a povinnosti, se kterými by měl být investor vždy obeznámen. Z těchto důvodů bylo vybráno téma fundamentální analýza akcií společností Altria Group, Inc. a The Walt Disney Company, které jsou zároveň součástí autorova akciového portfolia.

Rozumný investor by měl být schopen vyhodnotit současnou situaci na trhu a vyhledat investiční příležitosti, pomoci kterých zhodnotí své volné finanční prostředky. Hledání investiční příležitosti, tedy určení vhodné doby na nákup či prodej cenných papírů může být provedeno na základě několika metod. Analytici pro budoucí vývoj používají fundamentální, technickou a psychologickou analýzu. Fundamentální analýza hodnotí makroekonomické a odvětvové faktory, které ovlivňují ceny akciových trhů a dále stanovují pomocí konkrétních modelů vnitřní hodnoty akcií. Technická analýza slouží ke krátkodobému obchodování pomocí objemu obchodů, trendových linií či minulých pohybů kursů. Psychologická analýza se zabývá psychologickými reakcemi investorů a vychází z teorie, jejíž základem je iracionální investování na základě emocí a pocitů.

Cílem diplomové práce je stanovení vnitřní hodnoty akcií společností Altria Group, Inc a The Walt Disney Company, které se obchodují na americké burze cenných papírů (NYSE), pomocí fundamentální analýzy. Na základě výsledných hodnot bude stanoveno investiční doporučení pro potenciální investory.

Diplomová práce je rozdělena do několika na sebe navazujících částí. První část obsahuje teoretická východiska nezbytná pro výstupy v následujících částech práce. Teoretická část byla vytvořena na základě odborné literatury, kdy stěžejními autory byly Oldřich Rejnuš a Dana Kubíčková s Irenou Jindřichovskou. Druhá část se věnuje konkrétním společnostem, jejich popisu, ohodnocením současné ekonomické situace Spojených států, zasazením

společnosti do příslušného odvětví, které bylo zanalyzováno a dále firemní fundamentální analýzou. Firemní analýza je rozdělena na komplexní finanční analýzu obou firem a dále modely, stanovující vnitřní hodnotu akcií. U společnosti vyplácející dividendy bude využito více modelů, které kalkulují s vyplacenou dividendou.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Cílem práce je ohodnocení společností The Walt Disney Company a Altria Group, Inc. s využitím fundamentální analýzy a výpočtu vnitřních hodnot akcií vybraných společností z odlišných odvětví akciového indexu Standard & Poor's 500. V rámci fundamentální analýzy budou analyzovány konkrétní odvětví, ve kterých společnosti působí, makroekonomické prostředí a následně samotné společnosti. Na základě výsledných hodnot a komparace s aktuální tržní cenou, bude vytvořena investiční strategie pro potenciální investory.

2.2 Metodika

Teoretická část představuje zpracování teoretických východisek pro praktickou část studiem literatury a zhodnocením dosavadní úrovně poznání fundamentální analýzy akcií vybraných společností z indexu Standard & Poor's 500 a kritické rešerši přístupů k jejich hodnocení. Praktická část zahrnuje identifikaci vnějšího a vnitřního prostředí pomocí sběru dat, komparaci a následnou syntézu poznatků. Součástí praktické části práce je vytvoření fundamentální analýzy pomocí analýzy makroekonomického, odvětvového a firemního prostředí. Informace a data o konkrétních společnostech pro analýzu účetních vychází z veřejně dostupných zdrojů. Pomocí analýzy makroekonomického prostředí je zjištěna velikost vlivu působení makroekonomických událostí na tržní cenu akcie. V odvětvové analýze je zkoumána specifika odvětví a jejich citlivost na hospodářský cyklus. Firemní analýza je vytvořena pomocí ukazatelů finanční analýzy. Vnitřní hodnoty jsou u společnosti vyplácející dividendy vypočítány pomocí dividendového diskontního modelu, ziskových modelů a modelu diskontovaného cash flow. U společnosti nevyplácející dividendy je využito pouze posledního zmíněného modelu. Výsledné hodnoty jsou komparovány s aktuální tržní cenou a na základě zjištěných informací je interpretováno, zda jsou akcie podhodnoceny, nadhodnoceny či férově naceněny. Na základě zjištěných poznatků byla interpretováno výsledné investiční doporučení.

Použité vzorce v práci:

Jednoletá držba akcie

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g) + C_1}{(1 + r_d)} \quad (2.1)$$

Dvouletá držba akcie

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{(1 + r_d)} + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^2 + C_2}{(1 + r_d)^2} \quad (2.2)$$

Nekonečná doba držby akcie a bez uvažování její prodejní ceny

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{(1 + r_d)} + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^n}{(1 + r_d)^n} \quad (2.3)$$

Gordonův dividendový diskontní model:

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r_d - g} = \frac{D_1}{r_d - g} \quad (2.4)$$

Dvoustupňový univerzální dividendový model

$$VH_A = \frac{D_0 \cdot (1 + g_1)}{(1 + r_d)} + \frac{D_0 \cdot (1 + g_1)^2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{D_0 \cdot (1 + g_1)^n}{(1 + r_d)^n} \\ + \frac{D_0 \cdot (1 + g_1)^n \cdot (1 + g_2)}{(1 + r_d)^{n+1}} \\ + \frac{D_0 \cdot (1 + g_1)^n \cdot (1 + g_2)^2}{(1 + r_d)^{n+2}} + \dots \quad (2.5)$$

Normální P/E ratio

$$\text{Normální } P/E = \frac{p}{r_d - g} \quad (2.6)$$

Vnitřní hodnota pomocí P/E ratia

$$VH_A = \text{Normální } P/E * EPS \quad (2.7)$$

P/BV ratio

$$VH_A = \frac{E_1 \cdot p}{r_d - g} \quad (2.8)$$

Model diskontovaného cash flow

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.9)$$

Free cash flow to Equity

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_0(1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}} \quad (2.10)$$

Free cash flow to Firm

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g_{FCFF}} = \frac{FCFF_0(1 + g_{FCFF})}{WACC - g_{FCFF}} \quad (2.11)$$

Rentabilita aktiv

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Celková aktiva}} \quad (2.12)$$

Rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (2.13)$$

Rentabilita dlouhodobého kapitálu

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{Dlouhodobý kapitál}} \quad (2.14)$$

Rentabilita tržeb

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{Tržby}} \quad (2.15)$$

Běžná likvidita

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (2.16)$$

Pohotová likvidita

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (2.17)$$

Peněžní likvidita

$$\text{Peněžní likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (2.18)$$

Ukazatel věřitelského rizika

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (2.19)$$

Koeficient samofinancování

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (2.20)$$

Ukazatel úrokového krytí

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (2.21)$$

Obrat celkových aktiv

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}} \quad (2.22)$$

Doba obratu zásob

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}} \cdot 360 \quad (365) \quad (2.23)$$

Rychlost obratu zásob

$$\text{Rychlost obratu zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}} \quad (2.24)$$

Altmanův bankrotní model

$$Z = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + x_5 \quad (2.25)$$

Tafflerův bankrotní model

$$Z_t = 0,53x_1 + 0,13x_2 + 0,18x_3 + 0,16x_4 \quad (2.26)$$

Index bonity

$$IB = 1,5x_1 + 0,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6 \quad (2.27)$$

Interpretace výsledků indexu bonity

(2.28)

IB > 3	Extrémně dobrá finanční situace
2 < IB < 3	Velmi dobrá finanční situace
1 < IB < 2	Dobrá finanční situace
0 < IB < 1	Možnost finančních problémů
-1 < IB < 0	Špatná finanční situace
-2 < IB < -1	Velmi špatná finanční situace
IB < -2	Extrémně špatná finanční situace

3 Teoretická východiska

3.1 Akcie

Akcií lze definovat jako majetkový cenný papír, který vyjadřuje podíl na celkovém majetku akciové společnosti. Každá akcie musí dle § 259 ZOK obsahovat následující náležitosti: a) označení, že se jedná o akcií, b) označení formy akcie, c) jmenovitou hodnotu, d) identifikaci společnosti, e) u akcie na jméno jednoznačnou identifikaci akcionáře, f) údaje o druhu akcie, popřípadě i s odkazem na stanovy. Výnosy z akcií lze získat dvěma možnostmi. První možnost spočívá ve výplatě tzv. dividend. Dividenda je podíl z čistého zisku, který je vyplácen akcionářům dividendové společnosti. Druhou možností zisku výnosů z akcie je samotný prodej akcie na trhu cenných papírů. Prodejem akcie lze vytvořit zisk či ztrátu, s ohledem na aktuální tržní cenu akcie oproti námi nakupované ceně akcie (Graham, 2007).

3.2 Daňová povinnost

Při obchodování s akciemi ovšem může vzniknout legislativní povinnost, kterou je podání daňového přiznání. Podle způsobu investování se případná daňová povinnost rozlišuje na příjmy z prodeje a příjmy z držby cenných papírů. Příjmy z prodeje cenných papírů se uvádějí v daňovém přiznání v dílčím základu daně „ostatní příjmy“. Daňová sazba z prodeje cenných papírů je v České republice k roku 2022 stanovena na 15 % (finex.cz, 2019).

Existují však dva konkrétní způsoby, pomoci kterých se lze daňové povinnosti legislativně osvobodit. Prvním způsobem je tzv. „časový test“, který, dle zákona o dani z příjmu, osvobozuje veškeré zisky způsobené prodejem cenných papírů za podmínky držení těchto cenných papírů alespoň 3 roky. Časový test je tedy velice výhodný pro dlouhodobé investory. Druhým způsobem osvobození od daňové povinnosti je příjmový limit do 100 000 Kč. Pokud obchodník s akciemi nepřekročí příjem z akcií nad částku 100 000 Kč během jednoho zdaňovacího období, je legislativně osvobozen od daňové povinnosti. U tohoto způsobu je ovšem důležité rozdělit pojmy příjmy a zisky. Příjmy jsou veškeré finanční prostředky, které získáme prodejem cenných papírů, včetně našeho původního vkladu. Zisky jsou rozdílem veškerých obdržených finančních prostředků a našeho původního vkladu.

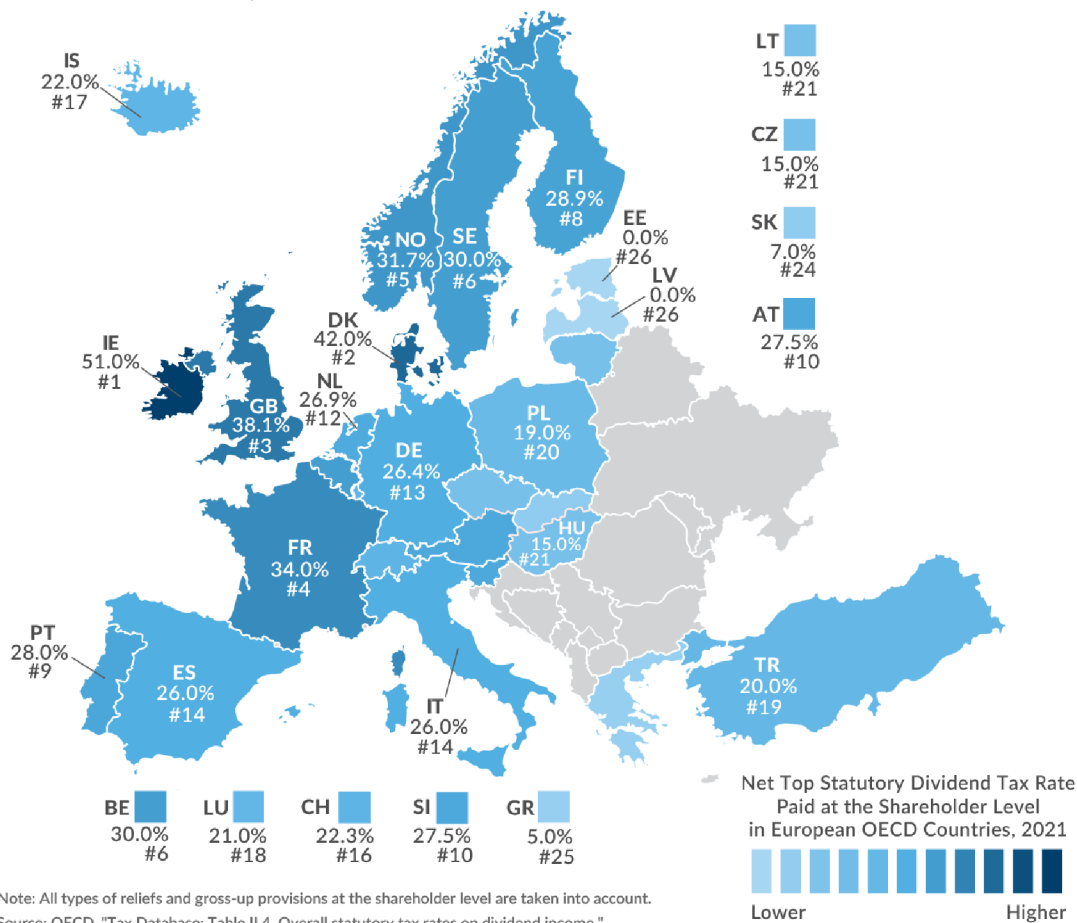
Příjmy z držby cenných papírů ve formě dividend z českých společností obvykle daní přímo „broker“ a obyvatel, který je rezidentem České republiky, nemá povinnost uvádět tyto příjmy do daňového přiznání. Daňová sazba dividend v České republice je stanovena na 15 %, avšak při investování do společností v zahraničí je nutnost obezřetnosti, kterou daňovou sazbou daný stát využívá. Dividendové příjmy ze zahraničí se daní sazbou daného státu a investor má legislativní povinnost tyto příjmy uvádět v daňovém přiznání. V případě daňové sazby státu, která je nižší než 15 %, je investor povinen tyto příjmy zdanit v České republice (finex.cz, 2019).

Horní hranice daňových sazeb evropských států k roku 2021 jsou zobrazeny v obrázku č. 1.

Obrázek 1: Daňové sazby evropských států

Dividend Tax Rates in Europe

Net Top Statutory Dividend Tax Rate Paid at the Shareholder Level in European OECD Countries, 2021



V případě obchodování s akciemi ze Spojených států je obvyklé nahrání tzv. „W-8BEN“ formuláře. Tento formulář se využívá k prohlášení daňové rezidence úřadu U.S. Government Internal Revenue Service. Tímto krokem je zajištěné uplatnění správné sazby srážkové daně a zabraňuje se dvojímu zdanění příjmů ze společností v tomto státu. Podoba formuláře je uvedena, viz. Příloha 7.

3.3 Investice versus spekulace

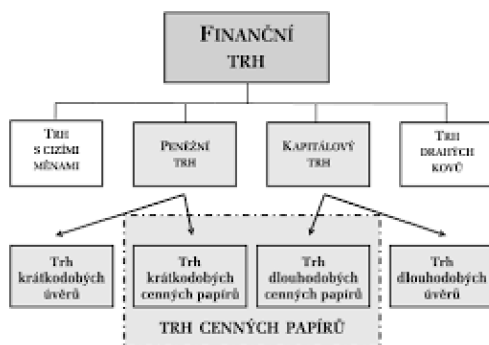
Při vkladu finančních instrumentů do akciových trhů vzniká jednoznačné riziko, a proto je třeba rozlišovat mezi investicemi a spekulacemi s obyčejnými akciemi. Rozdíl mezi těmito dvěma pojmy lze definovat jako: *„Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky, jsou spekulacemi.“* Mezi nejvýznamnější chyby, které si lidé při nákupu akcií neuvědomují patří: a) spekulují, i když mám pocit, že investuji; b) vkládám do spekulací více peněz, než kolik si mohu dovolit ztratit; c) vážně spekuluji bez patřičných znalostí a dovedností (Graham, 2007).

3.4 Finanční trhy

Finančním trhem se rozumí trh takový, kde dochází k obchodování finančních prostředků mezi ekonomickými subjekty. Subjekty přebytkové zde své volné finanční prostředky zhodnocují a na druhé straně subjekty deficitní dosahují možností zisku finančních prostředků jako zdroj financování svého podniku (Černohorský, 2011).

Finanční trh se rozděluje do několika dílčích segmentů, a to obzvlášť trh kapitálový a trh peněžní. Dále se zde řadí specifické trhy, a to trh drahých kovů a trh s cizími měnami. Kapitálový a peněžní trh lze dále členit na trh krátkodobých a dlouhodobých úvěrů a trh krátkodobých a dlouhodobých investičních cenných papírů, které tvoří celek trhu investičních cenných papírů. (Rejnuš, 2014).

Obrázek 2: Členění finančního trhu



Zdroj: (Rejnuš, 2014)

Peněžní trh

Specifikem peněžního trhu je obchodování s krátkodobými finančními prostředky, tzv. obchodování s instrumenty, jejichž doba splatnosti je maximálně do jednoho roku. Příkladem finančních instrumentů mohou být pokladniční poukázky, depozitní certifikáty či směnky. Tyto instrumenty se vyznačují vysokou likviditou, nižším rizikem, avšak za cenu nižších výnosů (Veselá, 2011).

Kapitálový trh

Základní charakteristickou kapitálového trhu je obchodování s finančními instrumenty, které mají dobu splatnosti delší než jeden rok, tzv. mají povahu dlouhodobých investic. V komparaci s peněžním trhem, kapitálový trh poskytuje vyšší výnosy, avšak za cenu vyššího rizika, jelikož riziko s dobou investice roste. Mezi tyto instrumenty lze zařadit státní dluhopisy, akcie, podílové listy, investiční certifikáty či hypoteční zástavní listy (Štýbr, 2011).

Trhy s cizími měnami

Trhy, kde dochází k obchodu s cizími měnami, lze dále členit na trhy devizové a trhy valutové. U trhů devizových se jedná o obchodování s bezhotovostní formou cizích měn, čímž dochází k tvorbě jejich kurzů, kde nejvýznamnějšími subjekty jsou dealeři bank obchodních a centrálních, dále dealeři investičních fondů a zprostředkovatelé operací, tzv. brokeri. Valutovými trhy se rozumí trhy, kde dochází k obchodování s hotovostní formou cizích měn za valutové kurzy, které jsou odvozeny z devizových kurzů, resp. valutové trhy nemají kurzotvorný význam (Rejnuš, 2014).

Trhy drahých kovů

Zde se obchodují instrumenty, které jsou spojeny s konkrétní komoditou. Do těchto instrumentů se řadí např. zlato, stříbro, ropa, paladium, platina, přičemž výnosová míra je závislá na politické situaci a inflaci. Komodity, primárně zlato, je vnímáno jako dlouhodobý uchovatel hodnoty a v případě recese jeho hodnota stoupá (Veselá, 2011).

3.5 Akciové analýzy

Technická analýza

Technická analýza je nástroj, který se používá k predikci budoucího vývoje ceny cenných papírů, komodit či měn. Za pomoci technických indikátorů, je cílem pro investora používající technickou analýzu tzv. správný timing, čili časování trhu, kdy investor nakoupí finanční instrument za minimální tržní cenu nebo naopak prodá za maximální tržní cenu. Technická analýza oproti fundamentální analýze nezkoumá makroekonomickou situaci či vnitřní hodnotu instrumentu (Veselá & Oliva, 2015).

Historicky první teorií k určování vývoje kursů akciových trhů je Dowova teorie. *Ta vychází z předpokladu, že se vývoj kurzů většiny akcií pohybuje stejným směrem, jakým se vyvíjí celý akciový trh* (Rejnuš, 2014).

Technická analýza se opírá o 3 základní pilíře: a) „vývoj na trhu diskontuje vše“, b) existují vzory v pohybu kurzů, c) historie se opakuje. První pilíř je založen nad chováním investorů na trhu, kteří na nově zveřejněné informace, které souvisí s finančním instrumentem, reagují příliš pomalu a zpožděně. Každý investor potřebuje na vstřebání nových zpráv různé množství času. Negativní zpráva vytvoří sestupný trend. Pozitivní zpráva naopak trend vzestupný. Druhý pilíř je založen na výzkumu kursů investičních nástrojů, na kterých vznikají stejné obrazce a vzory, které mají označení formace. Z těchto formací lze analyticky posoudit budoucí vývoj kursů finančních instrumentů. Třetí pilíř spočívá v neměnném chování investora v čase, resp. se jedná o sázku, že se investor na konkrétní událost bude chovat stejně jako v minulosti. Pokud se na trhu objeví událost, která již dříve proběhla, pravděpodobně reakce trhu bude stejná jako v minulosti (Veselá & Oliva, 2015).

Psychologická analýza

Předmětem zkoumání psychologické analýzy není vnitřní hodnota akcie, ani technické indikátory, nýbrž chování investora, který je ovlivněn dalšími subjekty obchodování. Psychologická analýza tedy vychází z předpokladu, že budoucí vývoj kursů závisí na podnětech, které ovlivňují chování investorů a podněcují je tak k prodejm či nákupům cenných papírů (patria.cz, 2010).

Dle Keynese „nemá žádného smyslu zaplatit 25 peněžních jednotek za investici, o níž podle jejich perspektivního výnosu důvodně soudíte, že má sice hodnotu 30, avšak předpokládáte, že za tři měsíce ji trh ocení pouze na 20“. Investor by si měl být vědom psychologie trhu a věnovat čas k jejímu předvídání a svých odhadů korektně využít.

Mezi nejvýznamnější teoretické koncepce, které se zabývají vlivem masové psychologie na kurzy jsou: a) Keynesova spekulativní rovnovážná hypotéza, b) Kostolanyho burzovní psychologie, c) Teorie spekulativních bublin, d) Drasnarova koncepce psychologické analýzy (Rejnuš, 2014).

3.6 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je všeobecně považována za nejkompexnější a analytický druh akciové analýzy. Fundamentální analýzu lze využít i u jiných finančních instrumentů než pouze u akcií, nýbrž v následujících kapitolách bude spojena pouze s akciemi. Tento analytický přístup vychází z předpokladu odlišnosti vnitřní hodnoty a tržní hodnoty akcie. Komparace vnitřní a aktuální tržní hodnoty akcie vede ke zjištění, zdali je daná akcie podhodnocena, nadhodnocena či férově naceněna. Vnitřní hodnotu akcie lze definovat jako férový kurz, za kolik by měla být akcie obchodována (Graham, 2007).

Obrázek 3: Volatilita tržního kursu akcie



Zdroj: (Rejnuš, 2014)

Tento typ akciové analýzy zkoumá nejen samotné firemní účetní výkazy, ale soustředí se i na analýzu makroekonomických a odvětvových faktorů, které jsou spojeny s konkrétní akcí a svými vlivy působí na jejich vývoj. Fundamentální analýzu lze členit na tři složky, a to: a) globální fundamentální analýzu, b) odvětvovou fundamentální analýzu, c) firemní fundamentální analýzu (Veselá, 2011).

3.7 Globální fundamentální analýza

Globální fundamentální analýza se zaměřuje na makroekonomické jevy, které ovlivňují tržní hodnotu akcie. Za nejvýznamnější jevy jsou obecně považovány: a) inflace, b) úrokové sazby, c) reálný výstup ekonomiky, d) fiskální politika, e) peněžní nabídka (Musílek, 2011).

3.7.1 Inflace

Jedním z důvodů, proč lidé investují do akcií je, aby předešli znehodnocení svých vlastních úspor z důvodu inflace. Akcie jsou považovány za instrumenty, jejichž hodnoty jsou v čase schopny převýšit hodnotu inflace, a tak volné finanční prostředky zhodnotit. Tato domněnka je postavena na základě růstu nominálního zisku, z čehož plynou vyšší dividendy a zároveň předpokladu růstu ceny akcií (Rejnuš, 2014).

Většina studií v minulosti avšak prokázala, že se akcie v dlouhodobém horizontu nejsou schopny držet na stejné úrovni s inflací (Chovancová, Árendáš, Kotlebová, & Pilch, 2017). Z neznámějších teorií, které se snaží vysvětlit tuto situaci, je tzv. „hypotéza daňového štítu“. Tato teorie spočívá v růstu daňového zatížení firmy, ze kterého plyne snížení disponibilního zisku, a tedy dochází k poklesu dividend, které má za následek odliv akcionářů. Odlivem akcionářů poté dochází i k poklesu tržní ceny akcie. Samozřejmě se nejedná o pravidlo, že tímto způsobem prochází v době růstu inflace každá společnost. Na růstu cen jsou některé firmy schopny profitovat (Rejnuš, 2014).

3.7.2 Úrokové sazby

Dalším klíčovým faktorem, který ovlivňuje tržní ceny akcií, je změna úrokových sazeb. Zpravidla platí pravidlo, že růst úrokových sazeb má za následek pokles tržní ceny akcie, ceteris paribus.

Prvním důvodem je názor, že se současné hodnoty akcií odvíjejí od současné hodnoty budoucích příjmů. Pokud úrokové sazby rostou, současné hodnoty budoucích příjmů klesají, což má za následek pokles vnitřní hodnoty, a tedy i pokles tržní ceny akcie. Druhým důvodem je „odsávání“ peněžních prostředků z akciového trhu do dluhopisů, které mají z důvodu vyšších úrokových sazeb vyšší výnosové míry a jsou schopny dosáhnout vyšší výnosnosti. Odčerpávání finančních prostředků z akciového trhu má za následek propad tržních cen akcií. Poslední důvod je založen na faktu, že růst úrokových sazeb pro firmy znamená drahé externí financování, které je doprovázeno snižováním investic a budoucích příjmů. Tyto skutečnosti mají za následek propad tržní ceny akcie (Revenda, 2015).

3.7.3 Reálný výstup ekonomiky

Reálný výstup ekonomiky v podobě hrubého domácího produktu (dále jen HDP) a vývoj kurzů akciových trhů má mezi sebou pozitivní korelaci. HDP lze definovat jako peněžní vyjádření celkové hodnoty statků a služeb na území daného státu v daném období. Jedná se o nástroj k posouzení stavu ekonomiky a jejího tempa růstu (Shapiro, 2010).

Pokud roste HDP, roste zároveň i akciový trh, jelikož firmy dosahují pozitivních výsledků, které mají za následek růst vnitřní hodnoty akcie, a tedy i růst tržní ceny akcie. V případě poklesu HDP, případně recese, akciové trhy klesají společně s ekonomikou z důvodu firemních ztrát a snížení vnitřní hodnoty akcie (Chovancová, Árendáš, Kotlebová, & Pilch, 2017).

3.7.4 Fiskální politika

Fiskální politiku lze chápat jako řízení příjmů a výdajů státního rozpočtu. Podle Rejnuše (2014) tržní cenu akcie ovlivňují daně z příjmu fyzických a právnických osob. Tyto daně snižují hrubý zisk firem, které poté vyplácejí nižší dividendy a zároveň omezují rozvoj akciových společností. Dále většinou bývají zdaněny již nižší vyplacené dividendy a samotný zisk z prodeje (rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou akcie). Tyto skutečnosti snižují atraktivitu akcií, z čehož plyne pokles tržních cen.

Vláda dále ovlivňuje tržní ceny akcií svou výdajovou politikou. K pozitivnímu ovlivnění akciového trhu mohou vést např. výdaje na nákup statků a služeb dané akciové společnosti. Negativní ovlivnění může být zapříčiněno zvyšujícím se deficitem státního rozpočtu, který

je financován emisemi státních dluhopisů, které vedou ke zvýšení úrokových sazeb, a tedy poklesu akciového trhu (Rejnuš, 2014).

3.7.5 Peněžní nabídka

Jedním z ekonomů, který dokázal potvrdit pozitivní korelaci mezi množstvím peněžní nabídky a vývojem akciových trhů, byl Michael W. Keran. Bylo zjištěno, že peněžní nabídka je indikátorem budoucího vývoje akciové trhu.

Vliv peněžní nabídky na akciové trhy je vysvětlováno jako „efekt likvidity“. Toto pravidlo říká, že pokud vzroste peněžní nabídka při zachování konstantní poptávky, část nadbytečných finančních prostředků bude cílena na akciové trhy, čímž vzroste jejich tržní cena. Druhé vysvětlení pozitivní korelace mezi peněžní nabídkou a vývojem akciových trhů spočívá v předpokladu, že při zvýšeném množství peněz v oběhu, investoři budou investovat do dluhopisů. Zvýšený zájem o dluhopisy vyvolává růst jejich cen, což má za následek snížení ziskovosti investice do dluhopisů. Investoři poté alokují své volné finanční prostředky do výhodnějších alternativních investic, kam spadají akciové trhy. Poslední způsob vysvětlení předpokládá, že s růstem peněžní nabídky budou klesat úrokové sazby. Pokles úrokových sazeb má za následek vyšší investice od firem, čímž se zvýší očekávané zisky a budoucí plánované dividendy. Tento jev má za následek růst tržní ceny akcie (Keran, 1971).

3.8 Odvětvová fundamentální analýza

Odvětvová fundamentální analýza se zabývá zkoumáním specifických rysů odvětví, ve kterém se analyzovaná společnost nachází. Každé odvětví má různorodou míru zisku, jsou rozdílně regulované státem, rozdílně citlivé na vývoj ekonomiky a mají rozdílné výhledy budoucího vývoje. Mezi nejvýznamnější faktory, které svou charakteristikou ovlivňují ceny akcií jsou všeobecně považovány: a) citlivost odvětví na hospodářský cyklus, b) tržní struktura odvětví, c) způsoby státní regulace v odvětví, d) životní cyklus odvětví (Rejnuš, 2014) (Bodie, Kane, & Marcus, 2014).

3.8.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Z pohledu citlivosti odvětví na hospodářský cyklus se analyzuje reakce intenzity, směru a odlišného časového okamžiku v průběhu střídání období konjunktury (ekonomického růstu)

a recese (ekonomického poklesu). Dle citlivosti rozlišujeme odvětví na 3 základní skupiny, a to: a) odvětví cyklická, b) odvětví neutrální, c) odvětví anticyklická (Veselá, 2011).

Odvětví cyklická

Specifikem cyklického odvětví je kopírování průběhu hospodářského cyklu. Jedná se o společnosti, kterým se daří velmi dobře v období konjunktury, avšak v období recese se dostávají do složitých situací. Společnosti, které se nacházejí v tomto odvětví jsou většinou producenti luxusnějších statků a služeb, které si odběratelé v období konjunktury zakoupí, nicméně v období recese po těchto produktech klesá poptávka. Patří sem odvětví např. elektrotechnicky, dopravy, turismu či stavebnictví.

Odvětví neutrální

Společnosti, které se nacházejí v odvětví neutrálním, nebývají příliš ovlivňovány hospodářským cyklem. Důvodem této chybějící korelace je charakteristika statků a služeb, které producenti prodávají. Jedná se především o nezbytné statky, jejichž koupí odběratelé nemohou odložit, a proto je nakupují i v recesi. Do této kategorie patří např. odvětví potravinářské, farmaceutické, zdravotnické či tabákové.

Odvětví anticyklická

Odvětví anticyklická odrážejí opačný směr odvětví cyklických, a tedy vykazují pozitivní výsledky v období recese a negativní výsledky v období konjunktury. Do této kategorie patří producenti tzv. „Giffenova zboží“. Specifikem tohoto typu zboží je rostoucí poptávané množství s jeho rostoucí cenou (Rejnuš, 2014).

3.8.2 Tržní struktura odvětví

Pokud analytik provádí fundamentální analýzu společnosti, je velice podstatné si uvědomit, v jaké tržní struktuře se daná společnost nachází. Podle počtu konkurenčních společností, typu produktu, obtížnosti vstupu na trh apod. se tržní struktura rozlišuje na: a) dokonalou konkurenci, b) nedokonalou konkurenci, c) oligopol, d) monopol. Vliv tržní struktury má podstatný význam při predikování budoucích hospodářských výsledků.

Způsoby státní regulace v odvětví

Státní regulace mohou společností přinášet nejen negativní dopady na tržní cenu akcie, ale i dopady pozitivní. Ve smyslu negativním lze hovořit např. o zastropování, resp. omezení maximální ceny prodávaného statku či služby. Omezení maximální prodejní ceny snižuje ziskovou marži společnosti, což se promítá v negativním dopadu na tržní cenu akcie.

Pozitivním dopadem státní regulace pro společnost mohou být např. omezení vstupu na trh z důvodu udělení státních licenčních podmínek. Podnikající společnosti jsou touto regulací chráněny před vstupem konkurence na trh, což lze považovat za faktor, který zvyšuje hodnotu tržní ceny akcie. Dalším pozitivním dopadem státního zásahu mohou být dotace či subvence (Rejnuš, 2014).

3.8.3 Životní cyklus odvětví

Aby finanční analytik mohl správně odhadnout budoucí vývoj tržeb, ziskovosti a tržní ceny akcie, je podstatné si uvědomit, v jaké fázi životního cyklus se analyzovaná společnost nachází. Životní cyklus odvětví se rozděluje na: a) pionýrská fáze, b) rozvojová fáze, c) fáze stability.

Pionýrská fáze

V pionýrské fázi lze hovořit o počátku odvětví, kdy se společnost stává producentem nových produktů, po kterých stoupá poptávka a společnost generuje nadprůměrné zisky. S rostoucí poptávkou avšak dochází k přílivu konkurence, s čímž je spojen vysoký risk zkrachování společnosti.

Rozvojová fáze

V této fázi se nacházejí společnosti, který byli dostatečně silné v průběhu první fáze a nyní se stabilizují. Dochází zde k upevnování pozice na trhu, poptávka po produktech je stále vysoká, avšak tržby a zisky jsou méně volatilní, než v pionýrské fázi. Tržní cena akcie je tak stabilnější a celkové riziko investice je pro investora nižší, avšak za cenu nižšího očekávaného výnosu.

Fáze stability

Společnosti ve fázi stability jsou charakteristické svým již pevným postavením na trhu. Vývoj tržeb a zisků je stabilní a pro analytika je jednoduché predikovat budoucí vývoj tržní ceny akcie. Postupně společnost ztrácí sílu dále růst a její výsledek hospodaření klesá. V této situaci má společnost možnost odchodu z trhu či zavedení nové inovace, které nasměruje společnost zpět do pionýrské fáze a ožíví hospodaření společnosti (Veselá, 2011).

3.9 Firemní fundamentální analýza

Firemní fundamentální analýza se zabývá zkoumáním fundamentů dané společnosti a jejich vlivem na vnitřní hodnotu akcie. Výslednou vnitřní hodnotu akcie poté investor porovnává s aktuální tržní cenou akcie. Na základě porovnání lze interpretovat závěry, zda je akcie podhodnocena, nadhodnocena či férově naceněna. Pokud je akcie trhem podhodnocena, nachází se zde možnost investiční příležitosti. Na druhé straně, zdali je akcie trhem nadhodnocena, doporučuje se při vlastnictví této akcie prodat, případně při zájmu nákupu počkat na situaci, až bude akcie alespoň férově naceněna (Veselá, 2011).

Akcie jsou cenné papíry, na které lze nahlížet s neomezenou životností, a proto je třeba určovat „kvalitu“ společnosti nejen dle aktuální hospodářské situace, ale i z historických dat a predikce budoucího vývoje společnosti. Z časového hlediska se firemní fundamentální analýza rozlišuje na 3 etapy: a) retrospektivní analýza, b) analýza současné ekonomické situace podniku, c) perspektivní analýza. Retrospektivní analýza zkoumá celou řadu ukazatelů založenou na historických datech. Uvádí celkový obraz o podnikové struktuře, finančních prostředcích, výsledcích hospodaření apod. Retrospektivní analýza je významná pro analýzu perspektivní, jelikož platí zásada, že pro korektní prognózu je třeba mít řadu historických dat. Analýza současné ekonomické situace sleduje aktuální situaci podniku, resp. investor provádí analýzu současných hospodářských výsledků a veškerých souvisejících ukazatelů. Perspektivní analýza se orientuje nejen na budoucí vývoj podniku, ale také zohledňuje vývoj makroekonomické situace a perspektivu v rámci odvětví, ve kterém společnost působí (Rejnuš, 2014).

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie existuje mnoho druhů analytických metod, mezi které patří především: a) dividendové diskontní modely, b) ziskové modely, c) cashflow modely, d) finanční analýza (Veselá, 2011).

3.9.1 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely jsou obecně považovány za jedny z nejpoužívanějších metod pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Jak napovídá název, „*jsou založeny na principu diskontování očekávaných dividend plynoucích z akcií na jejich současnou hodnotu*“ (Rejnuš, 2014).

Očekávaný zisk vychází z obdržených dividend, případně při prodeji akcie. Dividendové diskontní modely lze základně členit dle doby držby akcie na modely s nekonečnou dobou držby a modely s konečnou dobou držby (Veselá, 2011). Dle míry růstu očekávaných dividend se rozlišují modely na jednostupňové a vícestupňové, které se dále člení na dvoustupňové, třístupňové a čtyřstupňové.

Jednostupňové dividendové diskontní modely jsou modely, které operují s konstantní mírou růstu, případně poklesu očekávaných dividend po dobu držby akcie. Dle doby držby akcie se používají následující vzorce viz. 2.1, 2.2 a 2.3.

Gordonův dividendový diskontní model

Za nejpoužívanější jednostupňový dividendový diskontní model je označován model Gordonův. Jedná se o model, který lze použít pouze za určitých předpokladů: a) hodnota míry růstu dividend je nižší než hodnota požadované výnosové míry, b) konstantní růst či pokles hodnoty dividend po dobu držby (Veselá, 2011).

Dvoustupňový univerzální dividendový model

Tento model operuje s předpokladem, že očekávaná míra růstu dividend bude na počátku vyšší než průměrná míra jejich růstu, avšak při konci fáze se sníží a již dále bude konstatní. Výpočet vnitřní hodnoty akcie dle dvoustupňového univerzálního dividendového modelu lze zapsat dle rovnice 2.5.

3.9.2 Ziskové modely

Další metodou pro stanovení vnitřní hodnoty akcie jsou modely ziskové. Jedná se také o jednu z nejpoužívanějších metod stanovení vnitřní hodnoty akcie. Na rozdíl od dividendových diskontních modelů, ziskové modely nejsou tak vysoce závislé na očekávaných dividendách, avšak jak je z názvu patrné, vycházejí z objemu očekávaného zisku, jakožto výchozí veličiny pro výpočet vnitřní hodnoty akcie. Dle Rejnuše (2014) se ziskové modely uplatňují v investiční praxi více než dividendové diskontní modely, jelikož se zaměřují na kratší časový investiční horizont, obvykle méně než tři roky. Ziskové modely vychází z podstaty následujících ukazatelů: a) P/E ratio, b) P/BV ratio, c) P/S ratio.

Ukazatel P/E ratio

Ukazatel P/E ratio (price/earnings ratio) vyjadřuje poměr mezi tržním kurzem akcie a ziskem na akcii, resp. jasně říká, kolik je investor ochoten zaplatit jednotek za jednotku zisku akciové společnosti. Z důvodů jednoduchého výpočtu, použití a srozumitelnosti je tento ukazatel velmi populární. I přes značné výhody má i své slabé stránky, a to konkrétně svou nepoužitelnost u společností, které vykazují ztrátu. Dlouhodobý průměr na trhu spojených států amerických se pohybuje kolem hodnoty 15. (Gladiš, 2022)

Ukazatel normálního P/E využívá pro odvození upravený jednostupňový dividendový diskontní model s konstantním růstem. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie lze použít vzorec 2.6.

Ukazatel P/BV ratio

Ukazatel P/BV ratio (price/book value ratio) vyjadřuje poměr mezi tržním kurzem akcie a účetní hodnotou akcie, tzv. říká, kolik jednotek je ochoten investor investovat za jednotku vlastního kapitálu společnosti. Vhodná použitelnost je u společností se stabilním vlastním kapitálem, např. u společností z finančního sektoru. U tohoto ukazatele je specifická vysoká citlivost na používané metodiky v oblasti účetnictví. Dle Jílka (2009) je pro tržní kapitalizaci obvyklý cca 2-10násobek vlastního kapitálu.

Ukazatel P/S ratio

Ukazatel P/S ratio (price/sales ratio) vyjadřuje poměr mezi tržním kurzem akcie a tržbami v daném období, resp. říká, kolik jednotek je ochoten investor zaplatit za jednotku tržeb. Na rozdíl od předchozích ziskových modelů, je tento model použitelný i v případech analyzování společností, u kterých se nevyplácí dividendy a zároveň nevykazují zisk (Veselá, 2011).

3.9.3 Cash flow modely

Cash flow modely jsou v komparaci s předchozími modely náročnější na zpracování, avšak z důvodu zahrnutí více faktorů jsou schopny zhodnotit společnost z komplexnějšího hlediska. Podstata těchto modelů pro stanovení vnitřní hodnoty akcie vychází z prognózy budoucích peněžních toků analyzované společnosti. Prognózané toky lze pomocí požadované výnosové míry převést na současnou hodnotu vzorcem 2.8.

Při použití předchozího vzorce je důležité dbát na fakt, že se při kalkulaci používá prognóza budoucího cash flow, která se může různými analytiky lišit, a proto vypočítaná vnitřní hodnota bude vždy subjektivní. Mezi nepoužívanější modely, které vycházejí z cash flow jsou modely diskontované cashflow, FCFE a FCFE (Damodaran, 2012).

Model diskontovaného cash flow

Model diskontovaného cash flow je jeden z nejpopulárnějších modelů pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Je založen na stanovení hodnoty společnosti dle výše volných peněžních prostředků, které dokáže společnost v budoucnu pro své investory realizovat. Stanovení vnitřní hodnoty akcie lze dosáhnout pomocí vzorce 2.9 (theforage.com, 2023).

FCFE (Free cash flow to Equity)

Model FCFE kalkuluje s volnými finančními prostředky, které si přerozdělí akcionáři po úhradě závazků jako jsou např. splátky úvěrů a jistin, úhrady úrokových nákladů či investičních výdajů, které by společnost měla vynaložit na zachování hodnoty aktiv. Jde o takové peněžní prostředky, které by mohly být vyplaceny akcionářům ve formě dividend. Obecně se celé finanční prostředky vypočítané FCFE nevyplácejí akcionářům z důvodu zajištění stability podniku. Dále bývá obvykle část prostředků refinancována zpět do

podnikání, což má v praxi za následek zrychlený růst společnosti, a tedy zvýšení tržního kurzu akcie (Veselá, 2011).

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je vhodné použít jednostupňový model s konstantním růstem, viz. 2.9.

FCFF (Free cash flow to Firm)

Model FCFF je specifický tím, že spočívá v určení volných finančních prostředků nejen pro akcionáře, ale také pro věřitele. Touto charakteristikou se významně liší od předchozího modelu. Přesná definice zní následovně: „*Veličina FCFF představuje souhrn volných peněžních prostředků, na které si činí nárok nejen akcionáři, ale také majitelé dluhopisů emitovaných společností, věřitelé nebo vlastníci prioritních akcií*“ (Kislingerová, 2001). Vnitřní hodnotu akcie pomocí modelu FCFF lze vypočítat obdobným vzorcem jako u modelu FCFE, avšak zde je diskontní míra nahrazena tzv. ukazatelem WACC (průměrnými náklady kapitálu (patria.cz, 2010)).

3.9.4 Finanční analýza

Finanční analýza představuje nástroj pro analyzování finanční situace podniku, která vede ke schopnějšímu strategickému rozhodování o financování plánovaných investic. Pomocí finanční analýzy lze zjistit, zda má podnik optimální kapitálovou strukturu, zda vhodně využívá svá aktiva, v jaké míře je schopen platit své závazky, zda je ziskový a mnoho dalších podstatných skutečností. Mezi zdroje finanční analýzy patří především základní účetní výkazy, tzv. rozvaha, výkaz zisku a ztráty, cash flow a výkaz o změnách vlastního kapitálu. Finanční analýza slouží nejen k prověření finančního zdraví podniku (ex post), ale zároveň také k vytvoření základů pro finanční plán (ex ante). Ohodnocuje tak situaci v minulosti, přítomnosti a vytváří plán pro budoucnost. (Růčková, 2019).

Finanční analýzu lze členit dle různých konkrétních metod: a) analýza absolutních ukazatelů, b) analýza rozdílových ukazatelů, c) analýza poměrových ukazatelů, d) analýza soustav ukazatelů (Knápková, Pavelková, Remeš, & Šteker, 2017).

Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele se využívají především k vyjádření vývoje a struktury sledovaných veličin. Lze je rozdělit na analýzu horizontální a vertikální. Horizontální analýza zobrazuje informace o vývoji finanční a majetkové situace podniku. Slouží k poznání změn stejného absolutního ukazatele ve dvou nebo více po sobě jdoucích obdobích. Vertikální analýza spočívá ve vyčíslení, v jakém poměru je sledovaná veličina vzhledem k celkovému objemu, např. kolik procent celkových aktiv tvoří dlouhodobý majetek apod. (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele poskytují přehled o finanční situaci podniku s ohledem na jeho likviditu. Mezi nejdůležitější rozdílové ukazatele patří čistý pracovní kapitál, který je obecně definován jako rozdíl oběžného majetku a krátkodobých cizích zdrojů. Tento ukazatel má podstatný vliv na platební schopnost podniku. Pokud chce být podnik likvidní, měl by disponovat přebytkem krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými cizími zdroji (Knápková, Pavelková, Remeš, & Šteker, 2017).

Analýza poměrových ukazatelů

Obecně nejpoužívanější metodou pro stanovení finanční situace podniku je analýza poměrových ukazatelů, která se opírá o vzájemný poměr dvou či více položek účetních výkazů mezi sebou. Lze je použít k rozšíření vypovídací schopnosti informací obsažených v účetní závěrce a k vyhodnocení dalších aspektů finanční pozice. Na základě definice klíčových aspektů souvisejících s finančním zdravím společnosti, se poměrové ukazatele rozdělují do několika skupin: a) ukazatele rentability, b) ukazatele likvidity, c) ukazatele zadluženosti, d) ukazatele aktivity.

Ukazatele rentability

Rentabilita je obecně považována jako klíčový ukazatel finančního zdraví podniku, jelikož zobrazuje schopnost podniku zhodnocovat investovaný kapitál ve formě zisku. Ohodnocení této schopnosti je pro potenciální investory jedním z důležitých faktorů při stanovení vnitřní hodnoty akcie. Mezi základní ukazatele rentability patří: a) rentabilita celkového kapitálu,

b) rentabilita vlastního kapitálu, c) rentabilita celkového vloženého kapitálu, d) rentabilita tržeb (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

Ukazatel rentability celkového kapitálu (ROA – Return on assets) je v této skupině nejsledovanější metrikou pro investory, jelikož je obecně považován za klíčovou metriku pro zhodnocení obchodní úspěšnosti společnosti. Představuje čistou ziskovost celkových aktiv společnosti, tudíž lze konstatovat, že čím vyšší je jeho hodnota, tím je ekonomická situace uvažované společnosti příznivější. Tento ukazatel lze počítat dvěma různými metodami. První metodou je podíl čistého zisku (EAT) a celkových aktiv. Tuto variantu využívají převážně portfolioví investoři, kteří porovnávají akcie různých společností z různých zemí. Primárním zájmem je tedy čistý zisk podnikatelské činnosti za určité období, které lze mezipodnikově porovnávat. Druhou metodou je výpočet se ziskem před úroky a zdaněním, neboli EBITem. Tato metoda je specificky cílena na kvalitu správy a řízení společnosti, a to z důvodu, že údaj EBIT představuje celkovou schopnost společnosti dosáhnout stanoveného efektu bez ohledu na způsob financování nebo platné sazby daní. Z tohoto důvodu je tato metoda realizována např. při plánu získání majoritního podílu či celkového převzetí společnosti. Při výpočtu rentability aktiv by výsledná hodnota neměla být nižší než 5 (Rejnuš, 2014).

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE – Return on equity) vyjadřuje, jak společnost hospodaří v poměru k vlastnímu kapitálu. Dle finanční teorie by výsledná hodnota tohoto ukazatele měla být vždy vyšší, než hodnota ukazatele rentability celkového kapitálu, resp. $ROE > ROA$. Interpretovat výsledné hodnoty lze např. porovnáním s hodnotami v minulých obdobích, porovnáním s konkurenčními společnostmi nebo porovnáním s aktuální úrokovou mírou státních dluhopisů, které jsou považovány jako bezriziková alternativa alokace kapitálu. Pokud by byla úroková míra státních dluhopisů vyšší, než ROE společnosti, potenciální investor nemá racionální důvod alokovat své prostředky do takové společnosti (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

Pomocí ukazatele celkového vloženého kapitálu (ROCE – Return on capital employed) lze zjistit výkonnost dlouhodobých podnikových investic. Výslednou hodnotu lze vypočítat podílem EBITu a dlouhodobého kapitálu, přičemž dlouhodobý kapitál je zastoupen

dlouhodobými cizími zdroji, resp. dlouhodobými emitovanými dluhopisy, dlouhodobými bankovními úvěry, dlouhodobými půjčkami a rezervami.

Ukazatel rentability tržeb (ROS – Return on sales) udává, kolik zisku je společnost schopna vyprodukovat na jednu korunu tržeb. Vypočítá se podílem zisku ku celkovým tržbám. Ukazatel zisku lze použít ve 3 variantách, a to na úrovních: EAT, EBT, EBIT.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vypovídají o schopnosti podniku splácet své krátkodobé závazky, tzv. dosahovat takového objemu majetku ve formě schopných uhradit krátkodobé závazky. V praxi se rozlišují ukazatele likvidity na 3 stupně: a) běžná likvidita, b) pohotová likvidita, c) peněžní likvidita (Kislingerová, Stárová, & Čermáková, 2010).

Ukazatel běžné likvidity udává, kolikrát lze krátkodobé závazky pokrývat oběžnými aktivy. Interval, ve kterém by se měla výsledná hodnota tohoto ukazatele vyskytovat, je dle Kislingerové (2010) mezi 1,5 a 2,5. Nižší hodnota značí zvýšenou rizikovost pro věřitele, jelikož důsledkem může být neschopnost společnosti hradit své závazky ve stanovené době. Avšak neplatí pravidlo, že čím vyšší hodnota ukazatele běžné likvidity je, tím lépe. Z pohledu vlastníků společnosti, vyšší hodnoty představují alokaci finančních prostředků v aktivech, resp. se nejedná o optimální zhodnocení investic a rentabilita společnosti poté klesá. Omezením tohoto ukazatele je, že nezohledňuje různé období splatnosti krátkodobých závazků. Dále také závisí na různých faktorech, jako je struktura či odvětví, ve kterém společnost podniká.

Ukazatel pohotové likvidity lze stanovit velice podobným způsobem, jako předchozí ukazatel. Na rozdíl od ukazatele běžné likvidity, nepočítá s celkovými oběžnými aktivy, nýbrž s oběžnými aktivy poníženými o položku zásob. Doporučené hodnoty jsou stanoveny v intervalu 0,5 – 1,5, kdy mezní hodnota je stanovena na hranici 1,0. Obecným pravidlem pro ukazatele pohotové likvidity je to, aby momentální krátkodobé závazky byly pokryty krátkodobými pohledávkami a finančním majetkem.

Ukazatel peněžní likvidity zahrnuje z oběžných aktiv pouze krátkodobý finanční majetek, který se dělí opět krátkodobými závazky. Krátkodobý finanční majetek je shodný

s položkami rozvahy. Zahrnuje tedy hotovost, peníze na běžných či jiných účtech, šeky, směnky a cenné papíry určené k prodeji nebo s dobou splatnosti do jednoho roku. Doporučené hodnoty jsou stanoveny v intervalu 0,2 – 0,5 (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti poskytují informace o tom, jaká část aktiv společnosti je kryta externími zdroji. Kombinace cizích zdrojů a vlastního kapitálu je oblíbeným způsobem financování společností. Financování pouze vlastním kapitálem je pro společnost velmi nákladné a snižuje celkovou ziskovost. Proto je základním cílem analýzy najít optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Mezi ukazatele zadluženosti se řadí a) ukazatel věřitelského rizika, b) koeficient samofinancování, c) ukazatel úrokového krytí (Růčková, 2019).

Ukazatel věřitelského rizika, často nazýván také jako ukazatel celkové zadluženosti, udává poměr, v jakém společnost využívá ke svému financování cizí zdroje. Hodnotu tohoto ukazatele lze jednoduše vypočítat pomocí podílu cizího kapitálu ku celkovým aktivům. Obecně platí, že čím vyšší je výsledná hodnota věřitelského rizika, tím nižší je důvěryhodnost společnosti pro věřitele. Doporučená hodnota je sice v různých odvětvích rozdílná, avšak za všeobecný průměr jsou považovány hodnoty v intervalu 0,3 – 0,5. Pokud by došlo k situaci, kdy by společnost vykazovala hodnoty vyšší než 1, jednalo by se o tzv. „předlužený podnik“.

Ukazatel míry samofinancování představuje opačnou stranu předchozího ukazatele, resp. vyjadřuje, v jakém poměru společnost využívá ke svému financování vlastní zdroje. Platí zde tedy i přímo opačné metriky pro interpretaci výsledných hodnot, resp. čím vyšších hodnot zde společnost dosahuje, tím důvěryhodnější je pro své věřitele. Výsledné hodnoty by měly pohybovat v intervalu 0,5 – 0,7. Za krajní hranici se považuje hodnota 0,3 (Rejnuš, 2014).

Ukazatel úrokového krytí představuje schopnost společnosti generovat zdroje potřebné k úhradě úroků, resp. vyjadřuje, kolikrát EBIT převyšuje nákladové úroky. Pro výpočet lze použít prostý vzorec podílu EBITu k nákladovým úrokům. Pro tento ukazatel platí

intepretace taková, že čím vyšší je výsledná hodnota, tím důvěryhodnější je společnost pro své věřitele. Finančně zdravá společnost by měla vykazovat hodnoty kolem 8,00 jednotek. Za kritickou hranici se považuje situace, kdy výsledné hodnoty dosahují 3,00 jednotek (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity odrážejí především to, zda společnost efektivně využívá své finanční zdroje a jak společnost hospodaří se svými aktivy a jejich složkami. Mezi základní ukazatele aktivity lze zařadit např. obrat celkových aktiv, doba obratu zásob či rychlost obratu zásob. (Růčková, 2019).

Ukazatel obratu celkových aktiv je všeobecně považován za nejkompexnějšího ukazatele v této skupině, a to primárně z důvodu měření efektivnosti využívání veškerých aktiv společnosti. Výsledné hodnoty lze zjistit pomocí podílu tržeb a celkových aktiv, přičemž se průměrně hodnoty pohybují v intervalu 1,6 – 2,9 (Rejnuš, 2014).

Ukazatel doby obratu zásob vyjadřuje dobu, po kterou jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Výsledná hodnota vypovídá o tom, kolik dní jsou oběžná aktiva vázána v podobě zásob. Čím vyšší je výsledná hodnota, tím méně intenzivněji byla daná položka využívána. Rychlost obratu zásob je převrácenou stranou doby obratu a ve vzorci je pouze přehozen čítec s jmenovatelem. Výsledná hodnota zde udává počet obrátek, které realizovaly zásoby ve sledovaném období. Interpretovat výsledné hodnoty lze následovně: Čím více počtu obrátek za rok, tím kratší je doba obratu, a pokud každá obrátka přináší zisk, tak vyšší hodnoty počtu obrátek jsou pro společnost vhodné pro tvorbu zisku (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

Analýza soustav ukazatelů

Zatímco poměrové ukazatele hodnotí konkrétní stránky finanční situace podniku, soustavy ukazatelů hodnotí finanční stránku podniku jako celek, jelikož jsou sestaveny jako souhrn konkrétních dílčích ukazatelů, které nejvíce ovlivňují finanční situaci podniku. Dle vztahu mezi ukazateli, které jsou zahrnuty do soustavy, se rozlišují jednotlivé typy soustav ukazatelů na soustavy bez formálních vazeb a soustavy formálně provázané, kam patří např.

pyramidové soustavy ukazatelů či bankrotní a bonitní modely (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

Bankrotní modely

Bankrotními modely se označují takové modely, které indikují možnosti finančního selhání a bankrotu společnosti. Tyto modely jsou široce využívány především v podnicích pro zvažování obchodních partnerů, v bankách pro zjištění úvěrového rizika žadatele, v auditorských společnostech jako doplněk komplexní zprávy o auditované firmě nebo v investičních společnostech pro zjištění vhodnosti investice do konkrétní společnosti. Dle Sedláčka (1999) lze bankrotní modely z časového hlediska zahrnout do ex ante analýzy, jelikož jsou schopny nejen zhodnotit současnou finanční situaci podniku, ale i předvídat ohrožení finanční situace s časovým předstihem.

Mezi nejpoužívanější modely patří Altmanův model (často označován také jako Altmanovo Z-score) a Tafflerův model. I přes to, že se v praxi používají nejvíce tyto dva bankrotní modely, existuje jich celá řada, které byly tvořeny již od roku 1932 a mají rozdílnou cílovou charakteristiku:

Tabulka 1: Seznam bankrotních modelů

Typ modelu	Autor	Rok
Jednorozměrná diskriminační analýza	Fitzpatrick	1932
	Merwin	1942
	Walter	1957
Vícerozměrná diskriminační analýza	Beaver	1966
	Altman	1968
	Edmister	1972
	Deakin	1972
	Blum	1974
	Taffler	1977
	Moyer	1977
	Altman, Halderman & Naaraynan	1977
	Altman	1983
	Booth	1983
	Rose & Giroux	1984
	Casey & Bartczak	1985
	Lawrence & Bear	1986
	Poston, Harmon & Gramlich	1994
Grice & Ingram	2001	

Zdroj: (Kubíčková & Jindřichovská, 2015)

Altmanův bankrotní model

Tento model byl vytvořen prof. Altmanem roku 1968 a je znázorněn rovnicí, viz. 2.24.

Výslednou hodnotu lze interpretovat dle stanovené intervalové stupnice:

- $Z < 1,8$... Bankrotní model indikuje možnost finančního selhání
- $1,8 < Z < 2,9$... Společnost se nachází v tzv. šedé zóně, kde není zřejmý závěr a je třeba si stanovit, ke které hranici se výsledná hodnota přibližuje a na základě toho vyvodit závěr.
- $Z > 2,9$... Bankrotní model indikuje zdravou finanční situaci podniku

Tafflerův bankrotní model

Tafflerův bankrotní model vznikl prof. Tafflerem roku 1977 v reakci na předchozí Altmanův model, který byl specifikován na analýzy amerických společností. V 70. letech byly ve Velké Británii značné změny v ekonomice, a proto vznikl tento model, který zohledňoval tuzemské ekonomické podmínky. Tafflerův model je znázorněn následující rovnicí, viz. 2.25.

Výslednou hodnotu lze interpretovat dle stanovené intervalové stupnice:

- $Z_t < 0$... Bankrotní model indikuje možnost finančního selhání
- $Z_t > 0$... Bankrotní model indikuje zdravou finanční situaci podniku

Zdroj: (Kubíčková & Jindřichovská, 2015)

Bonitní modely

Bonitní modely slouží k diagnostikování finanční situace podniku na základě výsledného koeficientu, který zodpovídá otázku, zda se jedná či nejedná o bonitní podnik. Na rozdíl od bankrotních modelů, které vycházejí z empirických údajů, bonitní modely vycházejí z teoretických předpokladů a pragmatických poznatků (Mrkvička & Kolář, 2006). Dle Sedláčka (1999) lze bonitní modely z časového hlediska zahrnout do ex post analýzy, jejíž cílem je identifikace příčin současné finanční situace společnosti. Mezi bonitní modely patří např. index bonity, modely IN, Tamariho model či Kralickův Quick Test.

Index bonity

Index bonity, občas nazýván také jako indikátor bonity, je vícerozměrným modelem, jehož základem je multivariační diskriminační analýza. Tento model se používá nejčastěji v německy mluvících zemích, jako např. Německo, Rakousko či Švýcarsko. Index bonity je vyjádřen rovnicí viz. 2.26 a interpretován dle 2.27 (Kubíčková & Jindřichovská, 2015).

4 Vlastní práce

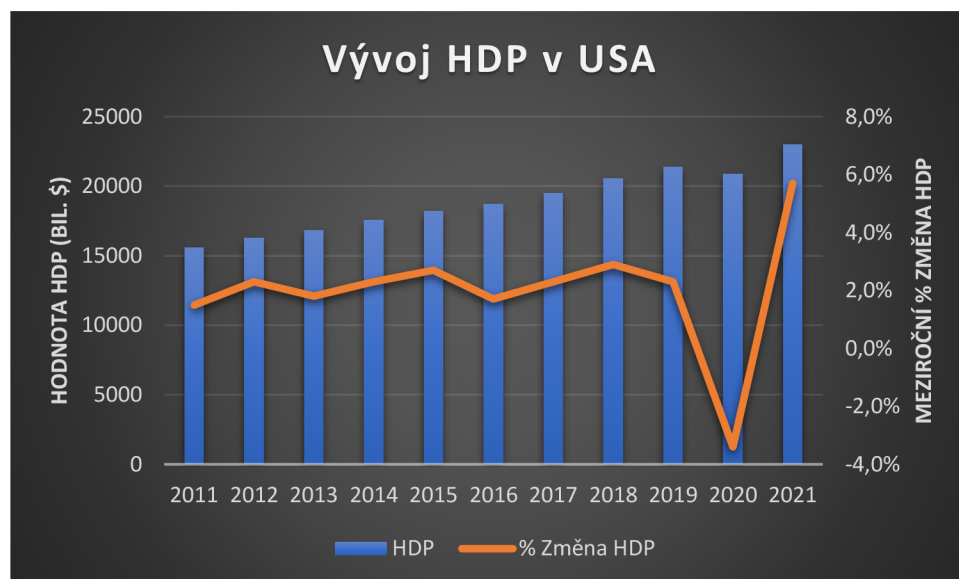
4.1 Globální analýza

Základní předpoklady na implementaci globální fundamentální analýzy byly stanoveny v teoretické části. Vzhledem k analyzovaným společnostem, které se nacházejí v akciovém indexu S&P 500, bude globální analýza provedena na oblasti spojených států amerických.

4.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Pokud se investor rozhodne investovat do akcií společností v konkrétní zemi, je třeba se zaměřit na vývoj ekonomiky jako celku. K tomu slouží ukazatel hrubého domácího produktu. Obecně je známo, že pokud se dané ekonomice daří, tedy HDP roste, měly by růst i akciové indexy. Vývoj HDP v období 2011-2021 je znázorněn v následujícím grafu:

Graf 1: Vývoj HDP

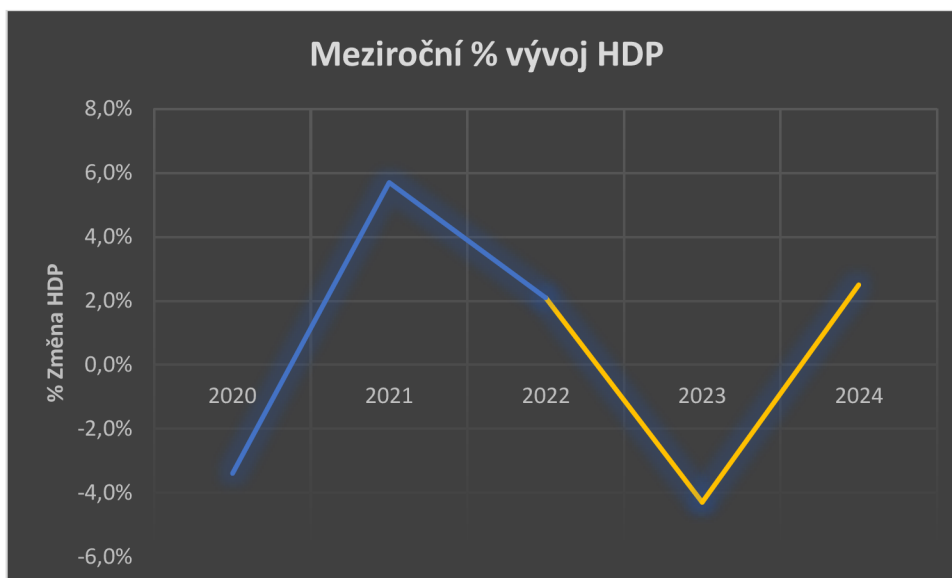


Zdroj: vlastní zpracování, worldbank.org, 2023

Z grafu je patrné, že za posledních 10 let se ekonomice USA dařilo, resp. se HDP stabilně zvyšovalo. Jediný zaznamenaný pokles HDP se odehrál v roce 2020, který byl významně ovlivněn pandemií Covid-19, a s tím související uzavření ekonomiky a meziroční snížení HDP o 3,4 % oproti předchozímu roku. S vyloučením již zmíněného negativního roku, který zasáhl veškeré mezinárodní ekonomiky, lze konstatovat, že se jedná o ekonomiku stabilně rostoucí.

Federální rezervní systém (dále jen „FED“), jenž je centrální bankovní systém Spojených států amerických a v aktuální době ji předsedá Jerome Powell, předpovídá vývoj HDP následovně:

Graf 2: Prognóza vývoje HDP



Zdroj: vlastní zpracování, conference-board.org, 2023

Dle prognóz FEDu lze říci, že ekonomika upadne mezi lety 2022-2023 do období recese. V současné době se dají očekávat 3 negativní kvartály, počínaje 1Q 2023, avšak tento pokles by měl být relativně mírný a krátký. Růst HDP by se měl opět obnovit v roce 2024 z důvodu snižování inflace a většího uvolňování měnové politiky FEDu.

4.1.2 Inflace

Dalším zkoumaným jevem v globální analýze je hodnota inflace. Ke korelaci tržního kursu akcie a hodnoty inflace může docházet v případě, že pokud je inflace příliš vysoká, zvyšují se úrokové sazby, a s nimi očekávaná výnosová míra. Tyto faktory mají za následek pokles cen akciových indexů. Od roku 1996 je cílem FEDu zajistit inflaci na úrovni 2 %. Vývoj inflace v období 2011-2022 je znázorněn v následující tabulce:

Tabulka 2: Vývoj inflace

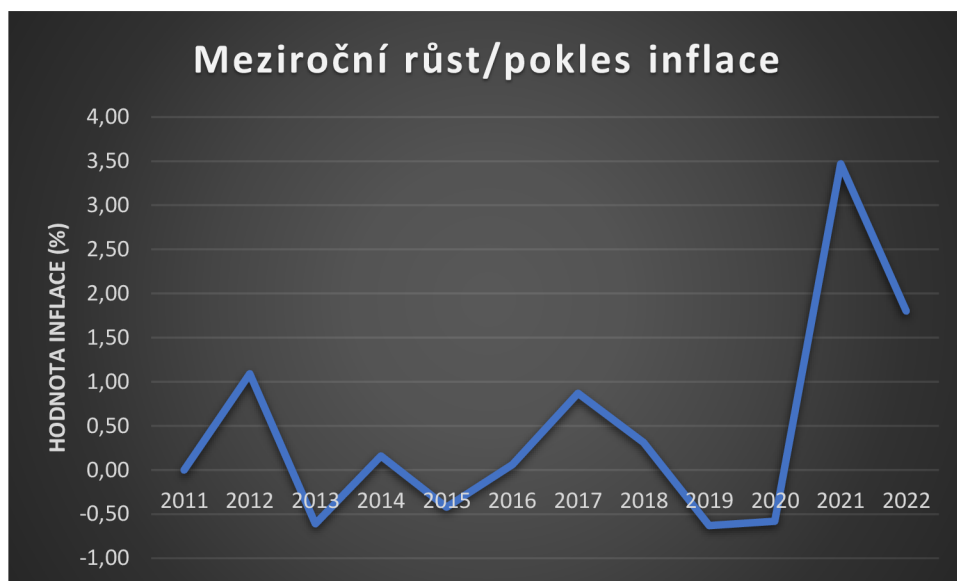
Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inflace (%)	3,16	2,07	1,46	1,62	1,20	1,26	2,13	2,44	1,81	1,23	4,70	6,50

Zdroj: vlastní zpracování, macrotrends.net, 2023

Z výše uvedené tabulky je patrné, že se FEDu od roku 2012 do 2020 dařilo pohybovat v bezpečné zóně 1-3 %, optimálně kolem 2 %. Zlom přišel mezi lety 2020-2021 při pandemii

Covid-19, kdy monetární politika FEDu, při snaze pomoci domácnostem a společností, způsobila obrovský nárůst nově natištěných peněz, které vedly k nynější situaci, kdy se hodnota inflace pohybuje kolem 6,5 %. FED předpokládá inflaci pro rok 2023 na hodnotách kolem 3,5 %, tedy snížení o celá 3 %. I přes snížení inflace na 3,5 % nelze očekávat v krátkodobém horizontu snížení úrokových sazeb, jelikož cíl FEDu zůstává stejný, a to jsou již zmíněná 2 %. Ke stanovenému cíli by se ekonomika měla dostat v roce 2024.

Graf 3: Meziroční změna růstu / poklesu inflace



Zdroj: vlastní zpracování, macrotrends.net, 2023

4.1.3 Úrokové sazby

Jak již bylo psáno výše v textu, úrokové sazby mají významný vliv na tržní ceny akcií. Pro společnosti, které využívají k financování zdrojů podniku cizí kapitál, je výše úrokových sazeb naprosto klíčová, jelikož cenou za poskytnutí bankovního úvěru je úrok, který je dán úrokovou sazbou. Zvyšování úrokových sazeb je tedy velice negativní zprávou nejen pro společnosti, ale také i domácnosti. Problémem domácností může být např. neschopnost získání hypotečního úvěru na stavbu vlastního bydlení, z čehož jsou poté odvozené sociální změny chování.

Graf 4: Vývoj úrokových sazeb



Zdroj: vlastní zpracování, tradingeconomics.com, 2023

K prvnímu zvýšení úrokových sazeb za sledované období došlo roku 2015, tehdy za bývalé předsedkyni FEDu, Jannet Yellenové, která v aktuální době zastupuje pozici ministryně financí. Trend zvyšování úrokových sazeb byl v dané ekonomice do roku 2019, kdy hodnota úrokových sazeb dosáhla 2,25 %. Během pandemie Covid-19 se úrokové sazby přibližovaly až k 0 a následně roku 2022 dosáhly až na hranici 4,5 %, primárně z důvodu zvyšující se inflace, která se během období 2020 – 2022 zvýšila z 1,2 % na konečnou hodnotu 6,5 %.

4.2 Profil společnosti Altria Group, Inc.

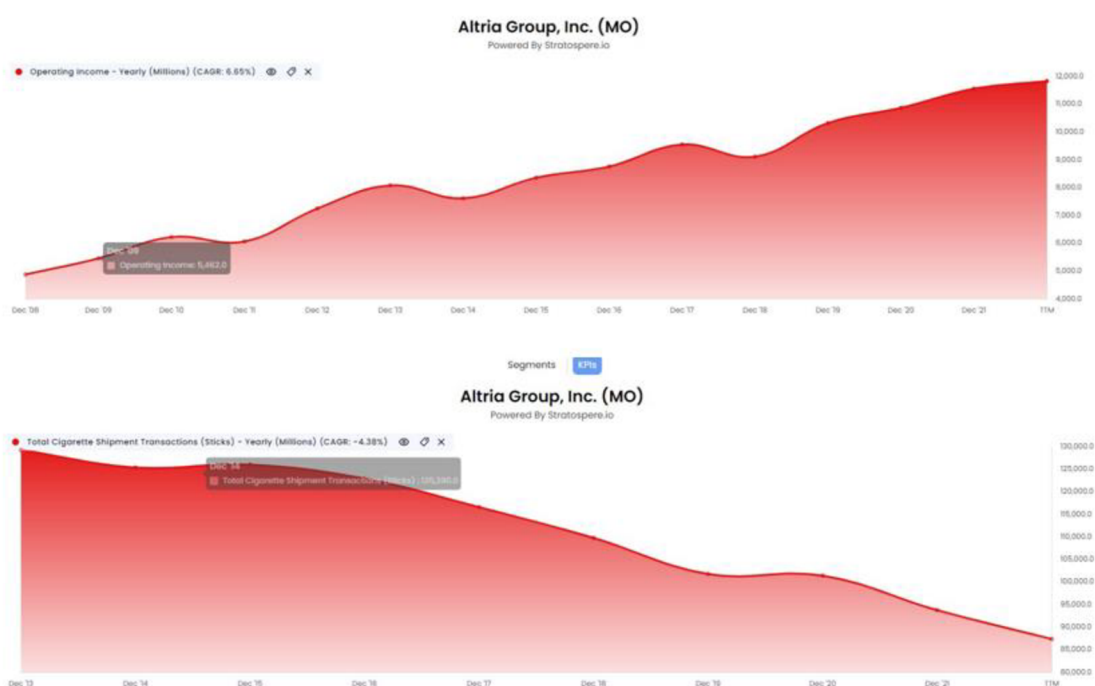
Společnost Altria Group, Inc. (dále jen Altria) byla založena roku 1860, tehdy pod názvem Phillip Morris, v Londýně. Od roku 2003 společnost nese název Altria Group, Inc. Jedná se o společnost podnikající primárně v oblasti tabákových výrobků, sekundárně v potravinářském průmyslu. K roku 2022 společnost disponuje 6 300 zaměstnanci. Akcie společnosti Altria se obchodují na newyorské burze cenných papírů – NYSE pod zkratkou „MO“. Mezi její nejvýznamnější značky cigaret patří Marlboro a L&M. Společnost Altria produkuje také žvýkáci tabák s názvem „on!“ nebo také elektronické cigarety JUUL či IQOS. Altria Group, Inc. je také propojena s dceřinými společnostmi, např. Philip Morris USA, John Middleton Co. U.S. Smokeless Tobacco nebo Helix Innovations LLC.

Trh s tabákovými výrobky se řadí do stagnujících odvětví, a proto nelze od společností, které podnikají v tomto odvětví, předpokládat výrazný růst tržních cen akcií. Společnosti

odměňují své akcionáře v podobě zvyšování dividend nebo odkupováním svých akcií, tzv. buybacky. Společnost Altria k dnešnímu dni (20.1.2023) vyplácí kvartální dividendy v hodnotě 0,94 \$/akcii, což odpovídá 8,44 % ročnímu dividendovému výnosu.

K této společnosti se vyjádřil i jeden z neúspěšnějších investorů na světě, Warren Buffet, který prohlásil následující: „*I'll tell you why I like the cigarette business. It costs a penny to make. Sell it for a dollar. It's addictive. And there's fantastic brand loyalty*“. Warren Buffet dále prohlásil, že jedno z klíčových rozhodnutí pro evaluaci společnosti, je její tzv. „pricing power“. Pricing power lze popsat jako umění zvyšování prodejních cen produktů, bez následku ztráty poptávky a podílu na trhu.

Obrázek 4: Poměr prodaných cigaret a provozního zisku



Zdroj: stratosphere.io, 2022

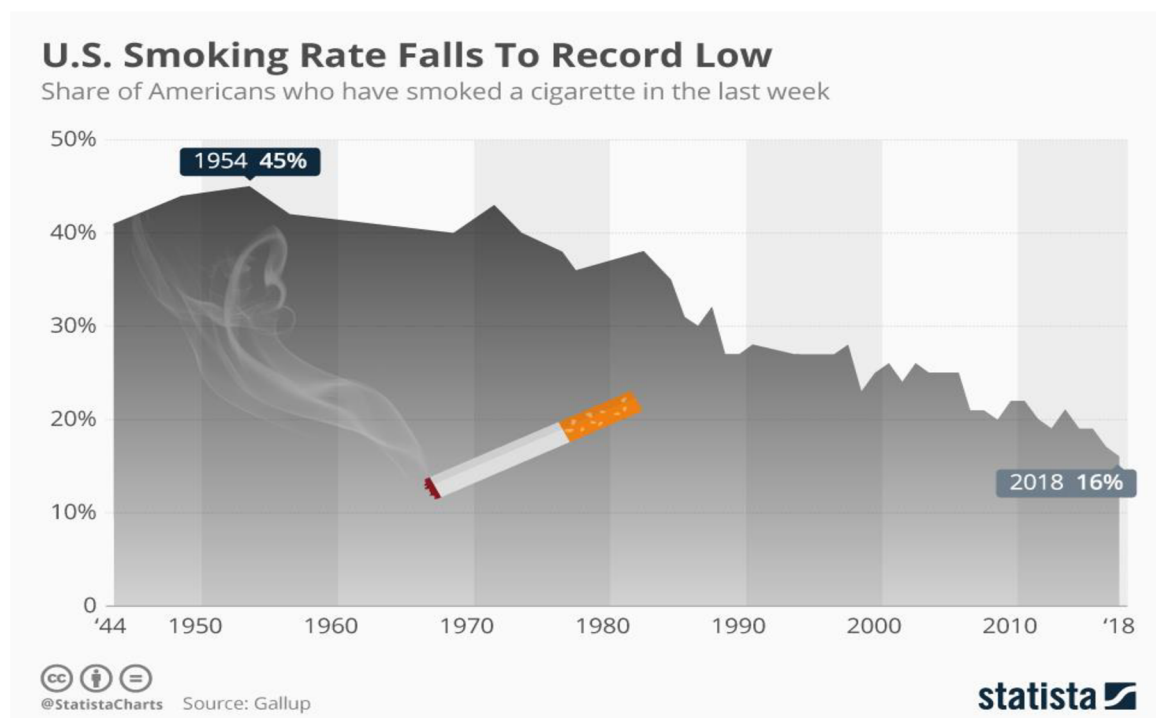
Altria Group, Inc. dosahuje v této oblasti velmi zajímavého výsledku: Celkové transakce cigaretových zásilek od roku 2013 do současnosti klesly ze 130 mld. \$ na téměř 85 mld. \$, přičemž provozní zisk se za stejné období zvýšil z 8 mld. \$ na 12 mld. \$. Společnost tedy generuje čím dále vyšší provozní zisk i přesto, že počty prodaných cigaret klesají více než deset let.

4.3 Odvětvová fundamentální analýza

Druhou částí komplexní fundamentální analýzy je odvětvová fundamentální analýza, která je nezbytná pro vytvoření rámce, na který následně navazuje firemní fundamentální analýza. Jelikož se tento úsek práce zabývá společností Altria, odvětvová fundamentální analýza se bude zaměřovat na spotřebitelský defenzivní sektor v odvětví tabákových výrobků. Tento sektor je považován za vysoce stabilní, necyklický a velice vhodný jako pojistka proti krizovým obdobím.

Spotřeba tabákových výrobků dlouhodobě klesá, a proto se na první pohled může zdát, že společnosti podnikající v tomto odvětví nejsou vhodné pro dlouhodobé investování. Lidé jsou schopni, pomocí různých médií získat vyšší osvětu zdravotních rizik a na základě získaných informací přestat užívat tabákové výrobky. Pro společnosti v daném sektoru nepřispívají ani stále narůstající státní regulace na tabákové výrobky. Neustále snižování konzumentů je pro společnosti velice nepříznivý trend, avšak i přesto jsou společnosti stále schopny generovat čím dále vyšší zisky.

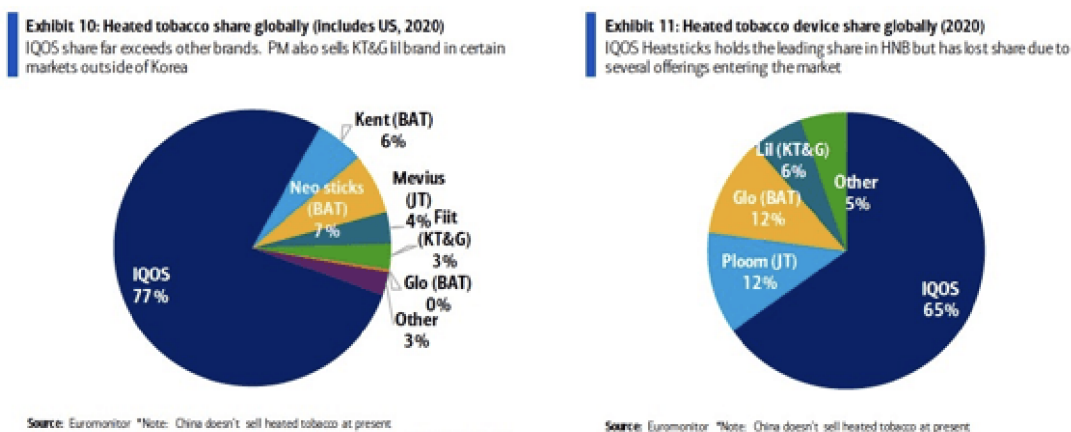
Obrázek 5: Počet spotřebitelů klasických cigaret



Zdroj: statista.com, 2018

Společnosti jsou si upadajícího trendu klasických cigaret vědomi a na základě toho dochází k významné přeměně tohoto sektoru. Byznys modely přechází na elektronické cigarety či bezdymové produkty, u kterých roste popularita mezi konečnými spotřebiteli. Společnost Philip Morris International, jejíž vlastníkem je společnost Altria, byla průkopníkem v oblasti zahřívání tabáku a její produkt „IQOS“ je dominantním na poli zahřívání tabáku. Jelikož prodej klasických cigaret dlouhodobě klesá, společnosti jsou nuceni provádět razantní přeměny ve svých produktech, přičemž Altria této přeměně vévodí.

Obrázek 6: Tržní podíl IQOS



Zdroj: Seekingalpha.com, 2021

Dalším potenciálním trhem, na kterém by mohla společnost Altria generovat zisky, je v oblasti prodeje konopných výrobků. Po celém světě k dochází k postupné legalizaci konopí a narůstající trend zemí, které legalizovaly tuto látku, by měl v budoucnosti pokračovat. Lékařské konopí je využíváno vysokým podílem na léčbu vedlejších účinků při léčbě rakoviny a psychických problémů. Tyto problémy mají rostoucí trend a potřeba lékařského konopí se neustále zvyšuje. V oblasti konopných výrobků prozatím figurují malé, neziskové organizace, nicméně pokud bude opravdu docházet k výrazným uvolňováním v legislativním prostředí na téma legalizace konopných výrobků, tabákové společnosti, v čele s Altrií, budou hlavními hráči, kteří tuto příležitost jistě využijí. Altria již investuje do společnosti Cronos Group, která se zabývá právě výrobou a distribucí legálních konopných výrobků. Za jinak neměnných podmínek a pokračujícího trendu, se byznysový model bude transformovat z klasických cigaret, přes elektronické cigarety a zahřívání tabák až na konopné výrobky.

Nelze tedy konstatovat závěr, který byl uveden v úvodu předchozího odstavce, o nevhodnosti investice do tabákových společností pro dlouhodobé investování. Společnost Altria momentálně generuje nejvíce finančních prostředků z prodeje klasických cigaret, nicméně potenciál pro budoucí rozvoj náhražkových produktů, ať to jsou elektronické cigarety, zahřívavý tabák, žvýkací tabák či konopné výrobky, je vysoce markantní. Společnost Altria se dle tržní kapitalizace řadí na vrchol v rámci konkurenčního prostředí nejen v USA, ale také i na celém světě.

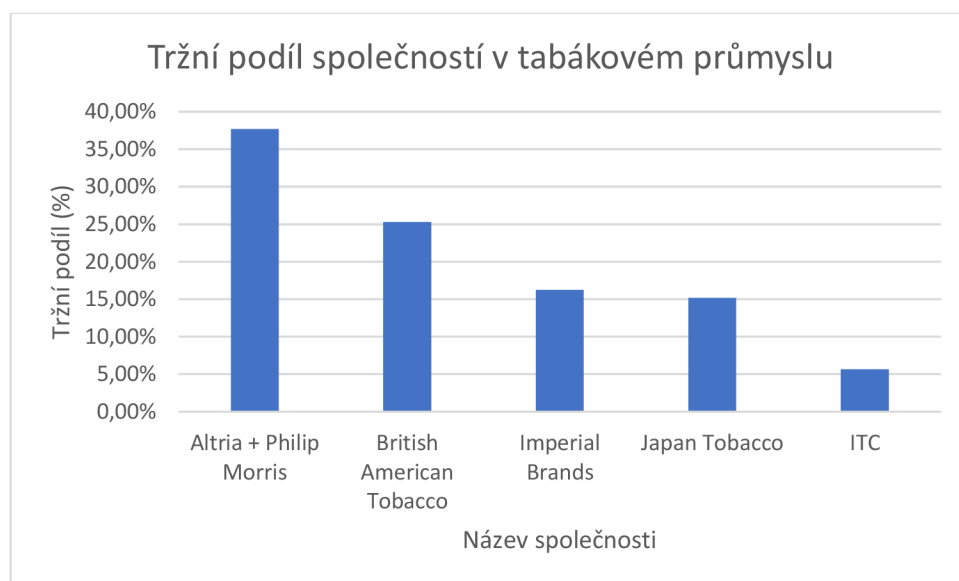
Obrázek 7: Tržní kapitalizace společností v tabákovém průmyslu

Rank	Name	Market Cap	Price	Today	Price (30 days)	Country
1	Philip Morris PM	\$158.15 B	\$102.02	-0.72%		USA
2	Altria Group MO	\$82.72 B	\$46.33	-0.37%		USA
3	British American Tobacco BT	\$82.16 B	\$36.75	-1.55%		UK
4	ITC ITC.NS	\$56.73 B	\$4.57	-0.77%		India
5	Japan Tobacco JT	\$36.26 B	\$20.43	-0.32%		Japan
6	Imperial Brands IPB.LF	\$22.84 B	\$24.54	-0.88%		UK
7	Swedish Match SVAJ.ST	\$16.59 B	\$10.91	+0.00%		Sweden
8	Sampoerna SMO.PK	\$8.33 B	\$0.07000	+0.00%		Indonesia
9	KT&G (Korea Tobacco) KOTB.KS	\$8.24 B	\$70.88	-2.56%		S. Korea
10	Gudang Garam GGD.KK	\$3.40 B	\$1.77	-0.46%		Indonesia

Zdroj: companiesmarketcap.com

Komparace tržního podílu společnosti Altria s konkurencí

Graf 5: Tržní podíl společností v tabákovém průmyslu



Zdroj: vlastní zpracování, statista.com, 2023

Společnost Altria v roce 2021 dosáhla více než 37 % celosvětového tržního podílu v oblasti prodeje tabákových výrobků. Největším konkurentem je společnost British American Tobacco, která např. na poli USA působí prostřednictvím dceřiné společnosti Reynolds American, která vlastní značky jako Newport, Camel či Pall Mall. Mezi další konkurenty se řadí společnosti Imperial Brands a Japan Tobacco, jejichž nejvýznamnějšími značkami jsou cigarety Davidoff a Winston. Tyto dvě společnosti v roce 2018 uzavřely smlouvu o spolupráci v oblasti vývoje potenciálních alternativ klasických cigaret. Např. značku Winston vlastní ve Spojených státech společnost Imperial Brands, avšak mimo Spojené státy spadá tato značka pod společnost Japan Tobacco.

Závěrem lze konstatovat, že společnost Altria je, prostřednictvím svých značek Marlboro, Chesterfield či L&M, dominantním hráčem na tabákovém trhu a své postavení si dlouhodobě udržuje. Zmíněné značky mají vysokou konkurenční sílu, jelikož loajalita spotřebitelů k těmto značkám je považována za rozhodující faktor při nákupním chování. Jedná se tedy o vyspělou společnost, která již dosáhla svého vrcholu v oblasti klasických tabákových výrobků, avšak prostřednictvím svých strategických společností diverzifikuje své portfolio výrobků a usiluje o působení v ostatních průmyslech. Investice do společnosti ABInBev, která je jednou z největších pivovarských společností, přináší Altrii zvýšení diverzifikace na poli nápojových výrobků a nový zdroj příjmů. Mezi značky společnosti ABInBev patří např. Stella Artois, Budweiser, Corona nebo Hoegaarden. Altria nadále investuje i do společnosti JUUL, která působí na trhu alternativních produktů klasických cigaret a dále do společnosti Cronos Group, z důvodu rozvíjejícího se trhu konopných výrobků.

4.4 Firemní fundamentální analýza

4.4.1 Finanční analýza

V rámci firemní fundamentální analýzy je nejdříve zpracována finanční analýza pro ohodnocení finančního zdraví společnosti. Zdroje finanční analýzy vychází z konsolidovaných účetních výkazů z veřejně dostupných výročních zpráv ve sledovaném období 2017 – 2021.

Aktiva

U společnosti Altria jsou ve sledovaném období tvořena celková aktiva přibližně 84 – 93% dlouhodobými aktivy. Mezi nejhodnotnější položky v dlouhodobých aktivech se řadí investice do společností, např. v roce 2017 investice do AB InBev v hodnotě 17,95 mld. \$ či do stejné společnosti následující rok v hodnotě 17,69 mld. \$. V roce 2018 společnost investovala také do JUUL labs částku 12,8 mld. \$. Mezi další významné položky v dlouhodobých aktivech se řadí goodwill, jehož hodnota se pohybuje kolem 5 mld. \$ a ostatní nehmotný majetek, který je ohodnocen přibližně kolem 12 mld. \$.

Graf 6: Struktura aktiv společnosti Altria

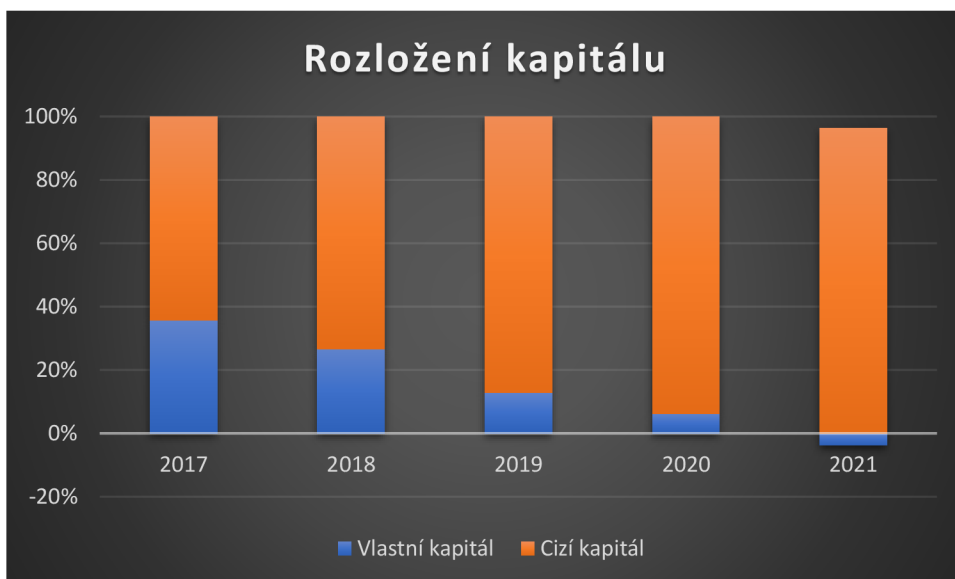


Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Z grafu je patrné, že společnost vykázala růst celkových aktiv pouze mezi lety 2017 – 2018, avšak od té doby společnost vykazuje postupný pokles. Od roku 2018, kdy celková aktiva dosahovala 55,64 mld. \$, se tento ukazatel snížil až na hodnotu 39,52 mld. \$. Celkový pokles je zapříčiněn z důvodu postupného snižování strategických investic do společností. Oběžná aktiva zde v porovnání s dlouhodobými aktivy zauímají zanedbatelnou pozici 7 – 16% podílu na celkových aktivech, přičemž mezi nejhodnotnější položky se řadí zásoby a krátkodobý finanční majetek.

Pasiva

Graf 7: Rozložení kapitálu společnosti Altria



Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Společnost Altria je ve sledovaném období čím dál tím více financována z cizího kapitálu. V roce 2021 se společnost dokonce dostala do stavu „předlužené společnosti“, jelikož byla financována z více než 100% cizím kapitálem. Altria vykázala dluh v celkové hodnotě 41,13 mld. \$, přičemž vlastní kapitál byl -1,6 mld. \$. Tento stav je pro investory velice rizikový a jedná se o jeden z faktorů, proč se takové společnosti při investování raději vyhýbají. Faktor předluženosti nabízí k rozebrání struktury cizího kapitálu, viz. následující graf:

Graf 8: Struktura cizího kapitálu společnosti Altria



Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Z grafu č. 8 je patrný rostoucí trend celkových závazků do roku 2021 a potvrzuje tak trend rostoucí zadluženosti z předchozího grafu. S výjimkou roku 2018, kdy si společnost vzala bankovní úvěr ve výši 12,8 mld. \$ je značná převaha dlouhodobých závazků nad závazky krátkodobými. Po analýze aktiv společnosti je patrné, že tyto dlouhodobé závazky, které zvyšují zadluženost společnosti, jsou využívány především k dlouhodobým investicím. Jak již bylo uvedeno výše, Altria investuje do svých strategických společností, ze kterých očekává budoucí zisky. Pokud ziskovost z těchto společností bude převažovat úroky z již odsouhlasených úvěrů, pro investory se nebude jednat o negativní faktor při rozhodování, nicméně se stále jedná o sázku na budoucnost, která nemusí být vždy jistá.

Poměrové ukazatele

Ukazatele rentability

Pro investory jsou ukazatele rentability jedním z klíčových při analyzování společnosti. Investoři požadují vyšší ziskovost při investování do dané společnosti, než u alternativní investice. U rentability vlastního kapitálu by mělo platit pravidlo, že by měla převyšovat rentabilitu celkových aktiv. Pro výpočet jednotlivých ukazatelů rentability je třeba zjistit podkladová data z výročních zpráv společnosti:

Tabulka 3: Podkladová data pro výpočet ukazatelů rentability

Ukazatel (mil. \$)	2017	2018	2019	2020	2021
EAT	10 222	6 963	-1 293	4 467	2 475
EBIT	9 828	9 341	766	6 890	3 824
Celková aktiva	43 202	55 638	49 271	47 414	39 523
Tržby	25 576	25 364	25 110	26 153	26 013
Vlastní kapitál	15 380	14 789	6 319	2 925	-1 606
Dlouhodobý kapitál	13 030	11 898	27 042	27 971	26 939

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Po shrnutí pro nás důležitých položek z účetních výkazů společnosti lze vypočítat jednotlivé ukazatele rentability dle vzorců, viz. 2.11 – 2.14 a interpretovat závěr.

Tabulka 4: Ukazatele rentability

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
ROA	23,66%	12,51%	-2,62%	9,42%	6,26%
ROE	66,46%	47,08%	-20,46%	152,72%	-154,11%
ROS	38,43%	36,83%	3,05%	26,34%	14,70%
ROCE	75,43%	78,51%	2,83%	24,63%	14,20%

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Z tabulky č. 4 lze vyčíst vysoké změny během jednotlivých let. Rentabilita aktiv během sledovaného období klesla o 17,4% na konečných 6,26% a blíží se k hraniční hodnotě 5%. V roce 2019, kdy společnost vykázala čistou ztrátu v hodnotě 1,3 mld.\$, rentabilita aktiv dosáhla záporné hodnoty -2,62%. V tomto roce za negativní výsledek společnosti mohla především položka „Impairment of JUUL equity securities“, kam společnost investovala 8,6 mld. \$, tedy přibližně 1/3 celkových tržeb v daném roce. Rentabilita vlastního kapitálu nepřevyšovala rentabilit celkových aktiv v letech 2019 a 2021. V roce 2021 se společnost dostala do situace tzv. předlužené společnosti, jelikož byla financována z více než 100% cizími zdroji. Rentabilita tržeb klesla během sledovaného období z 38,43 % na konečných 14,7%, kdy nejnižší hranice dosáhla v roce 2019, z důvodu již zmiňovaných faktorů. Rentabilita dlouhodobé kapitálu dosahovala během období 2017-2018 hodnot mezi 75-79 %, avšak mezi lety 2018-2019 došlo k nárůstu přibližně o 127 % dlouhodobého kapitálu, což vedlo k výraznému snížení tohoto ukazatele.

Likvidita

Podobně jako u předchozích poměrových ukazatelů, opět je třeba nejdříve si připravit podkladová data z výročních zpráv, ze kterých lze následovně vypočítat požadované ukazatele:

Tabulka 5: Podkladová data pro výpočet ukazatelů likvidity

Ukazatel (mil. \$)	2017	2018	2019	2020	2021
Oběžná aktiva	4 344	4 299	4 824	7 117	6 083
Zásoby	2 225	2 331	2 293	1 966	1 194
Krátkodobý finanční majetek	1 253	1 333	2 117	4 945	4 544
Krátkodobé závazky	6 792	21 193	8 174	9 063	8 579

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Po shrnutí pro nás důležitých položek z účetních výkazů společnosti lze vypočítat jednotlivé ukazatele rentability dle vzorců, viz. 2.15 – 2.17 a interpretovat závěr.

Tabulka 6: Ukazatele likvidity

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
Běžná likvidita	0,64	0,20	0,59	0,79	0,71
Pohotová likvidita	0,31	0,09	0,31	0,57	0,57
Peněžní likvidita	0,18	0,06	0,26	0,55	0,53

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Z tabulky č. 6 lze vyčíst podprůměrné výsledky v komparaci s doporučenými hodnotami. Ukazatel běžné likvidity, který se má u zdravé společnosti pohybovat v intervalu 1,5 – 2,5, dosahuje nejvyšší hodnoty v roce 2020, a to pouze 0,79. Nejhorší výsledek za celkové ukazatele likvidity byl v roce 2018, kdy společnost vykázala krátkodobý bankovní úvěr v hodnotě 12,7 mld.\$, které následně výrazně zvýšily celkové krátkodobé závazky, a v souladu s tímto snížily konečné ukazatele likvidity. U peněžní likvidity společnost dosahovala naopak nadprůměrných hodnot v období 2020-2021, kde dosahovala hodnot kolem 0,5, což je hodnota všeobecně považována za horní hranici intervalu doporučených hodnot. Za výrazné zvýšení ukazatelů likvidity je odpovědné zvýšení krátkodobého finančního majetku mezi lety 2019 – 2020 o více než 2,8 mld. \$, tedy o přibližně 134%.

Bankrotní modely

Pro společnost Altria bude využit Altmanův model pro akciové společnosti, viz. vzorec 2.24.

Altmanův bankrotní model

Tabulka 7: Altmanův bankrotní model

Váha	Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
1,2	ČPK / Celková aktiva	0,057	-0,304	0,068	-0,041	-0,063
1,4	Zadržný zisk / Celková aktiva	0,978	0,790	0,742	0,731	0,776
3,3	EBIT / Celková aktiva	0,227	0,168	0,016	0,145	0,097
0,6	Tržní hodnota VK / Cizí kapitál	4,904	2,268	2,161	1,714	2,101
1	Tržby / Celková aktiva	0,592	0,456	0,510	0,552	0,658
	Zt	5,722	3,112	2,814	3,034	3,248

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Dle výsledných hodnot z tabulky č. 7 lze konstatovat závěr, že společnost se nachází v téměř všech letech ve sledovaném období v bezpečné zóně bez rizika bankrotní situace. Jediný rok, ve kterém společnost nedosahovala bezpečné úrovně, byl rok 2019. Již z předchozích analýz a výpočtů je důvod zřejmý – společnost dosáhla velmi nízkého EBITu, a proto byl tento rok v Altmanově modelu ovlivněn třetím ukazatelem, v komparaci s ostatními roky.

Bonitní modely

Pro společnost Altria bude využit Index bonity, viz. vzorec 2.26 a interpretován dle 2.27.

Index bonity

Tabulka 8: Index bonity

Váha	Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
1,5	CF / Cizí kapitál	0,169	0,200	0,177	0,183	0,200
0,08	Celková aktiva / Cizí kapitál	1,555	1,363	1,148	1,067	0,961
10	EBT / Celková aktiva	0,227	0,168	0,016	0,145	0,097
5	EBT / Celkové výkony	0,384	0,368	0,031	0,263	0,147
0,3	Zásoby / Celkové výkony	0,087	0,092	0,091	0,075	0,046
0,1	Celkové výkony / Celková aktiva	0,592	0,456	0,510	0,552	0,658
	IB	4,660	4,002	0,744	3,209	2,159

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Výsledné hodnoty indexu bonity, které lze vyčíst z tabulky č. 8, jsou velice podobné předchozímu bankrotnímu modelu, a tedy jeho výsledky částečně potvrzují. Nejhorším výsledným rokem byl opět rok 2019, z důvodu sníženého zisku v komparaci s ostatními roky ve sledovaném období. Po tomto roku dle interpretace indexu bonity bylo možné očekávat určité finanční problémy, avšak v následujícím roku se společnost dostala do zpět do tzv. extrémně dobré situace. V roce 2021 společnost snížila hodnotu indexu bonity do pásma velmi dobré finanční situaci, avšak tyto hodnoty stále indikují správné finanční zdraví společnosti.

4.4.2 Dividendové modely

Dividendový diskontní model

Tabulka 9: Podkladová data pro výpočet DDM

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Dividenda/akcie (\$)	0,7	0,8	0,84	0,86	0,9

Roční dividenda (\$)	2,8	3,2	3,36	3,44	3,6
Meziroční změna růstu/poklesu dividend		14,29 %	5,00 %	2,38 %	4,65 %
Průměrný růst/pokles	6,58 %				
Diskontní sazba	13 %				

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

K výpočtu vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu jsou potřeba data roční dividendy za 1ks akcie za posledních 5 let, z čehož lze vypočítat meziroční růst či pokles vyplacených dividend akcionářům. Jak lze z tabulky vyčíst, společnost Altria v posledních letech navyšuje hodnotu dividend v průměru o 6,58 % ročně. V případě takového meziročního růstu dividend se nabízí diskontovat 13 %. Zmíněná data dosadíme do vzorce dividendového diskontního modelu:

$$V_H = \frac{3,6 * (1 + 6,58)}{13 - 6,58} = 59,76 \$$$

Výsledná vnitřní hodnota společnosti Altria dle dividendového diskontního modelu vychází na 59,76 \$. Vypočítaná částka se dále poníží o tzv. bezpečnostní polštář, který se opírá o pásmo 10-20 %, dle konzervativnosti analytika. V této práci bude bezpečnostní polštář počítán s 20 %, tedy výsledné hodnoty jsou počítány konzervativním investorem.

$$V_H = 59,76 * 0,8 = 47,81 \$$$

Konečná vypočítaná vnitřní hodnota společnosti Altria je 47,81 \$ a při aktuálním tržním nacenění 47,54 \$ se jedná o férově naceněnou cenu akcie.

4.4.3 Cash flow modely

DCF Model

Tabulka 10: Podkladová data FCF s odhadovaným růstem

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FCF (mld. \$)	3,637	4,702	8,153	7,591	8,154	8,236
Růst		29,28 %	73,39 %	-6,89 %	7,42 %	1,01 %
Tempo růstu	5%					
Průměrný meziroční růst	20,84 %					

Zdroj: vlastní zpracování, macrotrends.net, 2023

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí modelu diskontovaného cashflow jsou třeba data free cashflow za posledních 6 let. Z tabulky lze vyčíst, že free cashflow společnosti za posledních 6 let rostlo v průměru o 20,84%, avšak tento růst je zapříčinený díky roků 2017 a primárně 2018, kdy meziroční růst dosahoval 73,39%. Následujícího roku došlo již k poklesu o téměř 7% a poté free cashflow lehce rostlo. Tempo růstu na následujících 5-10let odhadují analytici na 5% se kterými budou následující kalkulace počítat. Díky znalosti odhadovaného růstu FCF lze vypočítat budoucí FCF do roku 2030.

Tabulka 11: Výpočet budoucího FCF

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Rok	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Konečná hodnota
Budoucí FCF	8,648	9,080	9,534	10,011	10,511	11,037	11,589	12,168	12,777	186,175
Souč. hodnota FCF	7,862	7,504	7,163	6,838	6,527	6,230	5,947	5,677	5,419	78,642
Terminální sazba	2,5 %									
Diskontní sazba	10 %									

Zdroj: vlastní zpracování

Aby investor byl schopen vypočítat sumu FCF, je třeba si stanovit terminální sazbu a diskontní sazbu, pomocí které lze vypočítat tzv. konečná či terminální hodnota následovně:

$$KH_{BUD} = \frac{12,777 * (1 + 0,02)}{0,1 - 0,25} = 174,615$$

Konečnou hodnotu budoucího FCF diskontujeme na současnou hodnotu:

$$KH_{SOUČ} = \frac{174,615}{(1 + 0,1)^{10}} = 78,642$$

Po předchozím kroku již lze vypočítat sumu FCF. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je zapotřebí zjistit hodnotu vlastního kapitálu, k čemuž lze využít součet sumy FCF a položky peněz a peněžních ekvivalentů, od kterého se odečte celkový dluh. Poslední nutnou položkou je počet akcií v oběhu.

Tabulka 12: Výpočet hodnoty VK

Suma FCF	126,488
Peníze a peněžní ekvivalenty	4,544
Celkový dluh	28,044
Hodnota VK	102,988
Počet akcií v oběhu	1,820

Zdroj: vlastní zpracování, finance.yahoo.com, 2023

Po doplnění všech zmíněných položek lze vypočítat vnitřní hodnotu akcie již pouhým poměrem hodnoty vlastního kapitálu s počtem akcií v oběhu:

$$VH = \frac{102,988}{1,820} = 56,59 \$$$

Ekvivalentně jako u dividendové diskontního modelu, i v tomto případě je třeba zahrnout bezpečnostní polštář, tedy ponížít kalkulovanou částku o 20%.

$$VH = 56,59 * 0,8 = 45,27 \$$$

Výsledná hodnota vnitřní hodnoty akcie se rovná 45,27 \$ a při aktuálním kurzu 47,54 \$ je vhodná k nákupu.

4.4.4 Ziskové modely

P/E Ratio

Ukazatel P/E Ratio lze zjistit jednoduchým poměrem aktuální tržní cenou akcie ku zisku na 1ks akcie. K 30.9.2022 byla tržní cena akcie 47,54 \$ a zisk na akcii 2,58 \$. Poměrem těchto dvou hodnot vyjde následující P/E Ratio:

$$P/E_{Ratio} = \frac{47,54}{2,58} = 18,43$$

Výsledné P/E Ratio společnosti je v poměru s P/E indexu SP500, který ve shodném období dosahoval hodnoty 21,36, nižší, a proto se může jednat o indikátor podhodnocené společnosti.

Vnitřní hodnota akcie bude stanovena pomocí normálního P/E dle rovnice 2.6. Pro zjištění vnitřní hodnoty je třeba nejdříve vypočítat normální P/E podle rovnice 2.7 následovně:

$$\text{Normální } \frac{P}{E} = \frac{1,15}{0,13 - 0,0527} = 14,92$$

Finální výpočet vnitřní hodnoty akcie lze zjistit prostým vynásobením normálního P/E s očekávaným ziskem na akcii:

$$VH = 14,92 * 3,91 = 58,35 \$$$

Závěrem kalkulace ziskového modelu je vyčíslení vnitřní hodnoty společnosti Altria na 58,35 \$. S konzervativním zahrnutím bezpečnostního polštáře vychází hodnota akcie na 46,68 \$, přičemž aktuální tržní kurs je 44,74 \$. Lze tedy konstatovat, že podle tohoto modelu je akcie pod svou férovou hodnotou a je vhodná k nákupu.

4.5 Profil společnosti The Walt Disney Company

Společnost The Walt Disney Company (dále jen Disney) byla založena roku 1923 bratry Waltem a Royem Disneym, tehdy pod názvem Disney Brothers Studio. Jedná se o společnost podnikající v zábavním průmyslu, společně se svými dceřinými společnostmi, jako např. Marvel Entertainment, Fox Entertainment Group či National Geographic Partners. K roku 2022 společnost disponuje 223 000 zaměstnanci. Akcie společnosti Disney se obchodují na newyorské burze cenných papírů – NYSE pod zkratkou „DIS“.

Společnost Disney se pohybuje v následujících segmentech:

- **Disney Media Networks** – Televizní a kabelové sítě. Mezi značky patří např. Disney Channel, ABC, ESPN, FX, National Geographic či poměrně nové Disney+
- **Parks, Experiences and Products** – Letoviska a zábavní parky. Do tohoto segmentu patří např. světoznámé Disneylandy. Walt Disney World Resort se stal největší a nejvíce navštěvovanou rekreační oblastí na světě.
- **The Walt Disney Studios** – Produkce animovaných filmů. Disney roku 1937 vydalo vůbec první animovaný celovečerní film, Sněhurka a sedm trpaslíků. Největším úspěchem se stal animovaný film „Lví král“, který dosáhl nejvyššího výtěžku v oblasti animovaných filmů. Patří sem společnosti jako např. Walt Disney Pictures, Marvel, Pixar či Lucasfilm.

Disney byla dříve dividendová společnost, nicméně od roku 2020 se představenstvo společnosti rozhodlo vyplácení dividend zastavit z důvodu probíhající krize COVID-19. Poslední vyplacená dividenda byla 16. 1. 2020 v hodnotě 0,88\$ za akcii. Průměrný roční dividendový výnos činil cca 1,2 %. Společnost ušetřené finanční prostředky upřednostnila do investic primárně v oblasti streamovacích platforem, jakou je např. Disney +.

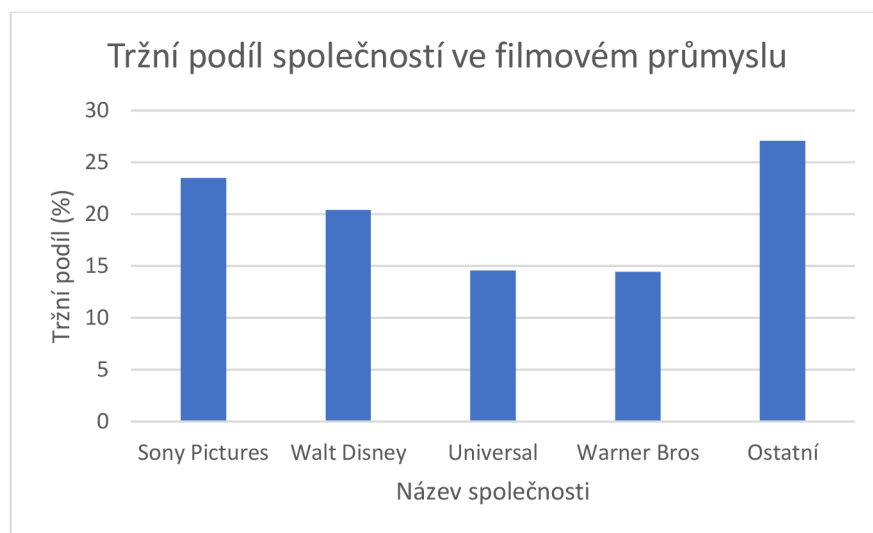
Generálním ředitelem společnosti byl v období 2005–2020 Bob Iger, přičemž za jeho éry došlo k akvizici Pixaru, nakoupení Marvel Entertainment a Lucasfilm, což mělo za následek významné rozšíření podílu na trhu zábavního průmyslu. Na počátku roku 2020 došlo k výměně generální ředitele a na tuto pozici nastoupil Bob Chapek, který vedl společnost během koronavirové krize, avšak z důvodu neuspokojivých finančních výsledků byl po 2 letech nahrazen člověkem, který dotáhl společnost Disney na svůj vrchol, bývalým generálním ředitelem, Bobem Igerem.

4.6 Odvětvová fundamentální analýza

Jak bylo již uvedeno v předchozí kapitole, společnost Disney působí v několika různorodých segmentech, avšak veškeré segmenty lze zahrnout do mediálního a zábavního průmyslu. Toto odvětví je charakterizováno jako velice konkurenční, s vysokými překážkami na vstupy, malým počtem společností a vyšší potřebou kapitálu pro možnost konkurenčního postavení. Lze tedy konstatovat, že společnost Disney působí v sektoru, který lze označit jako oligopolní. Sektor mediálního a zábavního průmyslu může být velice významně ovlivněn vládními regulacemi. Konkrétní případ vládní regulace postihl společnost v roce 2020-2021, kdy z důvodu pandemie Covid-19 byla společnost nucena uzavřít sektor zábavních parků, což mělo za následek významné ovlivnění hospodářských výsledků.

Filmový průmysl

Graf 9: Tržní podíl společností ve filmovém průmyslu

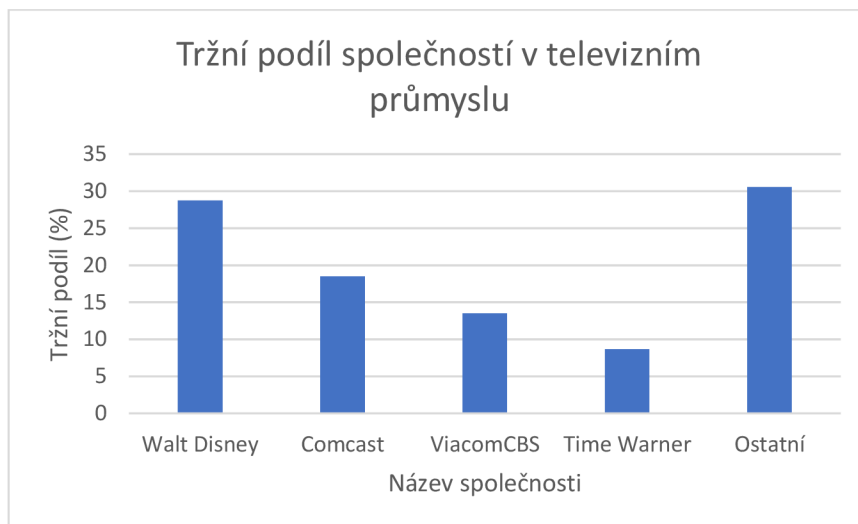


Zdroj: vlastní zpracování, statista.com, 2023

Společnost Disney se za rok 2021 stala druhou nejvýznamnější společností ve filmovém průmyslu, kdy její tržní podíl dosahoval přibližně 20 % na celkovém objemu tržeb. Největšími konkurenty jsou Sony Pictures, které mělo ve stejném roce nejvyšší tržní podíl, a dále společnosti Universal a Warner Bros. Tyto 4 společnosti dosahovaly celkového tržního podílu 73,03 %. Zbylých 23 % tržního podílu se rozdělilo mezi celkem 81 společností a v grafu jsou sjednoceny jako „ostatní“.

Televizní průmysl

Graf 10: Tržní podíl společností v televizním průmyslu

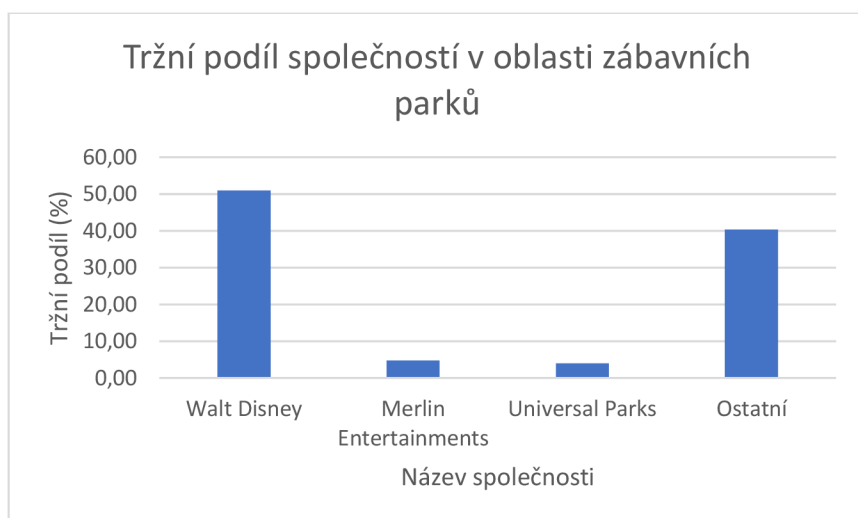


Zdroj: vlastní zpracování, statista.com, 2023

Disney se stala za rok 2021 nejvýznamnější společností v oblasti televizního průmyslu podle podílu na celkovém objemu tržeb v dané oblasti. Mezi největší konkurenty se řadí Comcast Corporation, jejímž vlastníkem je NBC Universal, ViacomCBS a dále Time Warner, který je součástí WarnerMedia, patřící společnosti AT&T. Celkově tyto společnosti tvoří přibližně 70 % celkového objemu tržeb.

Zábavní parky

Graf 11: Tržní podíl společností v oblasti zábavních parků

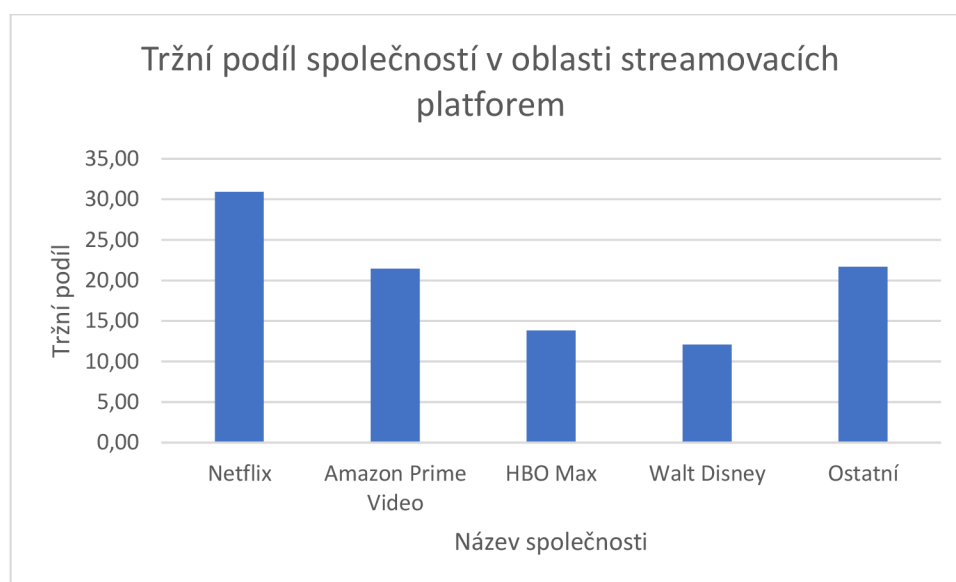


Zdroj: vlastní zpracování, statista.com, 2023

Data k tomuto grafu jsou vázány za rok 2019. V roce 2020 došlo ke globálnímu uzavření zábavních parků a resortů z důvodu začínající pandemie Covid-19, která radikálně změnila návštěvnost těchto parků, a tedy významně ovlivnila tržby jednotlivých společností. Společnost Disney v roce 2019 dosahovala více než 50 % podílu na celkovém objemu tržeb v dané oblasti. Mezi největší konkurenty patří společnosti Merlin Entertainments, které provozuje např. zábavní parky Legoland či muzeum voskových figurín Madame Tussaud a Universal Parks, které ve svých parcích odkazuje na oblíbené filmy a seriály, např. Simpsonovi, Jurský park či Harry Potter. V celkovém měřítku ovšem společnost Disney výrazně převyšuje své konkurenty v hodnotě celkových tržeb z daného resortu.

Streamovací platformy

Graf 12: Tržní podíl společností v oblasti streamovacích platform



Zdroj: vlastní zpracování, statista.com, 2023

Do sektoru streamovacích platform společnost vstoupila v roce 2019, když zavedla službu Disney+. V roce 2021, pomocí služby Disney+ se společnost Walt Disney stala jedním z nejvýznamnějších společností na daném trhu. Za pouhé 3 roky společnost dosáhla na podíl přibližně 12 % a stala se tak 4. nejvýznamnějším hráčem na poli streamovacích platform. Nejvýznamnější společností se stal Netflix, jehož hodnotu tržního podílu dosahuje téměř 31%. Netflix byl založen roku 1997, a tedy působí v této oblasti o 22 let déle, než společnost Walt Disney. Dalšími významnými konkurenty jsou Amazon Prime Video a HBO Max, jehož majitelem je společnost Warner Bros. Discovery, Inc. Zmíněné společnosti dosahují společného tržního podílu přibližně 78 %.

4.7 Firemní fundamentální analýza

4.7.1 Finanční analýza

V rámci firemní fundamentální analýzy je nejdříve zpracována finanční analýza pro ohodnocení finančního zdraví společnosti. Zdroje finanční analýzy vychází z konsolidovaných účetních výkazů z veřejně dostupných výročních zpráv ve sledovaném období 2017 – 2021.

Aktiva

Graf 13: Struktura aktiv společnosti Disney



Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Ve společnosti Disney jsou celková aktiva složena převážně z dlouhodobých aktiv, přičemž v celém sledovaném období tvoří 82 – 85% celkových aktiv. Primární položkou, tvořící dlouhodobá aktiva, je goodwill, který představuje v průměru 43,73 % daných aktiv. Sekundární aktivum v dlouhodobých aktivech představují nemovitosti v parcích, resortech a ostatních pozemcích, které se na dlouhodobých aktivech podílejí v průměru z 26,06 %. Zbylá procenta představují investice, nehmotný majetek a ostatní aktiva. K výraznému zvýšení došlo v roce 2019, kdy hodnota celkových aktiv dosahovala 193,98 mld. \$, přičemž se jednalo o meziroční růst v hodnotě 95,4 mld. \$ neboli zvýšení o 96,74 %. K tomuto zvýšení převážně přispěla položka goodwill, která se zvýšila z původních 31,27 mld. \$ na konečných 80,29 mld. \$. Oběžná aktiva tvoří 15 – 18% celkových aktiv a v komparaci s dlouhodobými aktivy tvoří velice malou část. Nejvyšší podíl oběžných aktiv připadá na

finanční prostředky a pohledávky, přičemž tyto dvě položky tvoří téměř shodnou část celkových oběžných aktiv. Celková aktiva se ve sledovaném období meziročně stále navyšují.

Pasiva

Graf 14: Rozložení kapitálu společnosti Disney



Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Z grafu č. 9 je patrné rozložení vlastního a cizího kapitálu v poměru přibližně 50/50. Jedná se tedy o doporučené hodnoty koeficientu samofinancování a pro investory pozitivní faktor při rozhodování, zda do společnosti investovat či nikoliv. Cizí kapitál je z přibližně 66 % tvořen dlouhodobými závazky a 34 % závazky krátkodobými.

Rentabilita

Shodně jako u analýzy předešlé společnosti, nejdříve je třeba zjistit potřebné informace k výpočtu jednotlivých ukazatelů rentability. Zdroje dat opět vychází z účetních výkazů zveřejněných ve výročních zprávách společnosti Disney.

Tabulka 13: Podkladová data pro výpočet rentability

Ukazatel (mil. \$)	2017	2018	2019	2020	2021
EAT	8 980	12 598	11 054	-2 864	1 995
EBIT	13 788	14 729	13 994	-1 743	2 561
Celková aktiva	95 789	98 598	193 984	201 549	203 609
Tržby	55 137	59 434	69 570	65 388	67 418
Vlastní kapitál	45 004	52 832	93 889	88 263	93 011

Dlouhodobý kapitál	30 042	26 783	59 791	77 409	70 308
---------------------------	--------	--------	--------	--------	--------

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Po vytvoření tabulky s podkladovými daty lze již dle vzorců (2.11 - 2.14) snadno dopočítat jednotlivé ukazatele rentability ve sledovaném období:

Tabulka 14: Ukazatele rentability

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
ROA	9,37%	12,78%	5,70%	-1,42%	0,98%
ROE	19,95%	23,85%	11,77%	-3,24%	2,14%
ROS	25,01%	24,78%	20,11%	-2,67%	3,80%
ROCE	45,90%	54,99%	23,40%	-2,25%	3,64%

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Z tabulky č. 16 lze vyčíst výrazné propady ve všech ukazatelích mezi lety 2019–2020, z důvodu počátku globální pandemie Covid-19, která měla za následek uzavření zábavních parků, čímž se společnost dostala do čisté roční ztráty v hodnotě -2,8 mld. \$. Rentabilita aktiv byla nejvyšší v prvních dvou letech, konkrétně v roce 2018, jelikož společnost vykázala rekordní čistý zisk v hodnotě 12,6 mld. \$. Mezi lety 2018 a 2019 klesla o více než 55 % z důvodu navýšení celkových aktiv o 95,4 mld. \$ (96,7 %). S výjimkou krizového roku 2020 platilo pravidlo rentability vlastního kapitálu, které převyšovalo rentabilitu celkových aktiv. Rentabilita tržeb se v prvních třech letech pohybovala v intervalu 20-25 %, přičemž v roce 2021 se jedná pouze o hodnotu 3,8 %. Velice podobně se chovala rentabilita dlouhodobého kapitálu, která v roce 2018 dosahovala téměř 55 %, přičemž od té doby klesla na 3,64 %.

Likvidita

Shodně jako u analýzy předešlé společnosti, nejdříve je třeba zjistit potřebné informace k výpočtu jednotlivých ukazatelů likvidity. Zdroje dat opět vychází z účetních výkazů zveřejněných ve výročních zprávách společnosti Disney.

Tabulka 15: Podkladová data pro výpočet likvidity

Ukazatel (mil. \$)	2017	2018	2019	2020	2021
Oběžná aktiva	15 889	16 825	28 124	35 251	33 657
Zásoby	1 373	1 392	1 649	1 583	1 331
Krátkodobý finanční majetek	4 017	4 150	5 418	17 914	15 959
Krátkodobé závazky	19 595	17 860	31 341	26 628	31 077

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Po vytvoření tabulky s podkladovými daty lze již dle vzorců (2.15 - 2.17) snadno dopočítat jednotlivé ukazatele likvidity ve sledovaném období:

Tabulka 16: Ukazatele likvidity

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
Běžná likvidita	0,81	0,94	0,90	1,32	1,08
Pohotová likvidita	0,74	0,86	0,84	1,26	1,04
Peněžní likvidita	0,21	0,23	0,17	0,67	0,51

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Ukazatel běžné likvidity se během sledovaného období pohybuje převážně kolem hodnoty 0,9, což je v komparaci s doporučeným intervalem stále nízká hodnota. Nejvyšší hodnoty společnost zaznamenala v roce 2020 z důvodu výrazného zvýšení oběžných aktiv (25,3%), primárně v oblasti krátkodobého finančního majetku, který meziročně vzrostl o 12,5 mld. \$, tedy o 230%. Položka zásob tvoří menší část oběžných aktiv, a proto je ukazatel pohotové likvidity jen o pár jednotek menší, než předchozí ukazatel. Během celého sledovaného období se tento ukazatel pohyboval kolem hodnot, které jsou zahrnuty v doporučeném intervalu. Ukazatel peněžní likvidity se pohybuje v téměř všech obdobích v doporučeném intervalu. Pouze v roce 2019 společnost ztrácela 0,03 jednotek a v roce 2020 naopak byla hodnota zvýšená o 0,17 jednotek.

Bankrotní modely

Pro společnost Disney bude využit opět Altmanův model pro akciové společnosti, viz. vzorec 2.24.

Altmanův bankrotní model

Tabulka 17: Altmanův bankrotní model

Váha	Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
1,2	ČPK / Celková aktiva	-0,039	-0,010	-0,017	0,043	0,013
1,4	Zadržený zisk / Celková aktiva	0,758	0,839	0,219	0,190	0,199
3,3	EBIT / Celková aktiva	0,144	0,149	0,072	-0,009	0,013
0,6	Tržní hodnota VK / Cizí kapitál	3,191	3,594	2,573	2,896	2,546
1	Tržby / Celková aktiva	0,576	0,603	0,359	0,324	0,331
	Zt	3,980	4,413	2,427	2,351	2,193

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Dle tabulky č. 19 lze konstatovat, že společnost Disney dosahovala bezpečné zóny s velice nepravděpodobnou možností bankrotu pouze v letech 2017 – 2018 a potvrzuje tak výsledky ukazatelů rentability, které byly v těchto letech také nejpříznivější. Od roku 2019 se společnost nachází v tzv. šedé zóně, která signalizuje vyšší pravděpodobnost finančních problémů a je zde nutnost obezřetnosti. V letech 2019 až 2020 se nacházely výsledné hodnoty přibližně na půlce intervalu šedé zóny, a tedy finanční ohrožení společnosti nehrozilo. V roce 2021 výsledná hodnota klesla až na 2,193 a přiblížila se tak hraniční hodnotě 1,8, která již otevírá pásmo vysoké pravděpodobnosti finančních problémů. Klesající trend v posledních třech letech je třeba nadále sledovat do budoucna a brát ho v potaz při investování.

Bonitní modely

Pro společnost Disney bude opět využit Index bonity, viz. vzorec 2.26 a interpretován dle 2.27.

Index bonity

Tabulka 18: Index bonity

Váha	Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
1,5	CF / Cizí kapitál	0,172	0,215	0,011	0,032	0,018
0,08	Celková aktiva / Cizí kapitál	1,886	2,154	1,938	1,779	1,841
10	EBT / Celková aktiva	0,144	0,149	0,072	-0,009	0,013
5	EBT / Celkové výkony	0,250	0,248	0,201	-0,027	0,038
0,3	Zásoby / Celkové výkony	0,025	0,023	0,024	0,024	0,020
0,1	Celkové výkony / Celková aktiva	0,576	0,603	0,359	0,324	0,331
	IB	3,163	3,295	1,942	0,010	0,529

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Výsledné hodnoty potvrzují předchozí model v letech 2017 a 2018, jelikož se v těchto letech jednalo o extrémně dobrou finanční situaci. V roce 2019 se společnost nacházela v intervalu dobré finanční situace, avšak výsledná hodnota se velice přibližovala k pásmu velmi dobré finanční situace. Nejhorším obdobím byl rok 2020, kdy společnost vykázala v účetních výkazech ztrátu, z důvodu pandemie Covid-19, která velice ovlivnila index bonity. V tomto i následujícím roce se společnost nacházela v pásmu, ve kterém lze očekávat určité finanční problémy. Negativní výsledky v posledních dvou letech je třeba nadále sledovat a brát je v potaz při investování.

4.7.2 Cash flow modely

DCF model

Tabulka 19: Podkladová data FCF s odhadovaným růstem

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FCF (mld. \$)	8,363	8,720	9,830	1,730	3,596	8,1
Růst		4,27%	12,73%	-82,40%	107,86%	125,25%
Tempo růstu	19%					

Zdroj: vlastní zpracování, macrorends.net, 2023

Shodným způsobem, jako u společnosti Altria, je třeba nejdříve vyplnit hodnoty FCF za posledních 6 let. U společnosti Disney však nastává zásadní problém, a to z důvodu významného snížení FCF v posledních letech. V období 2016 – 2018 se FCF pohybovalo okolo 9 mld. \$. V roce 2021 společnost vykázala FCF v hodnotě 1,989 mld. \$. Snížení od roku 2019 je zapříčiněno vysokými investicemi do projektu Disney +. Předpokládá se však, že se v blízké době Disney dostane na hodnoty, na kterých byla před rokem 2019. Pokud by model pracoval se současnou hodnotou FCF, společnost by se dostala na hodnoty kolem 8 mld. \$ až v roce 2030, což je velice nereálné a model by nevykazoval korektní vnitřní hodnotu akcie. Z tohoto důvodu bude model v tomto konkrétním případě pracovat s oceňovací hodnotou investovaného projektu, a to je FCF 8,1 mld. \$ za rok 2021. Tempo růstu společnosti je dle analytiků odhadováno na 20,64 %, avšak pokud uvážíme konzervativní přístup, tak budeme kalkulovat s hodnotou 19 %.

Tabulka 20: Výpočet budoucího FCF

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Rok	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminální hodnota
Budoucí FCF	9,639	11,470	13,650	16,243	19,329	23,002	27,372	32,573	38,762	529,749
Souč. hodnota FCF	8,763	9,480	10,255	11,094	12,002	12,984	14,046	15,196	16,439	204,241
Terminální sazba	2,5%									
Diskontní sazba	10%									

Zdroj: vlastní zpracování

Aby byl investor schopen vypočítat sumu FCF, je třeba si stanovit terminální sazbu a diskontní sazbu, pomocí které lze vypočítat tzv. konečná či terminální hodnota následovně:

$$KH_{BUD} = \frac{38,762 * (1 + 0,025)}{0,1 - 0,025} = 529,749$$

Konečnou hodnotu budoucího FCF diskontujeme na současnou hodnotu:

$$KH_{SOUČ} = \frac{529,749}{(1 + 0,1)^{10}} = 204,241$$

Po předchozím kroku již lze vypočítat sumu FCF. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je zapotřebí zjistit hodnotu vlastního kapitálu, k čemuž lze využít součet sumy FCF a položky peněz a peněžních ekvivalentů, od kterého se odečte celkový dluh. Poslední nutnou položkou je počet akcií v oběhu.

Tabulka 21: Výpočet VK

Suma FCF	314,500
Peníze a peněžní ekvivalenty	11,615
Celkový dluh	48,377
Hodnota VK	277,738
Počet akcií v oběhu	1,825

Zdroj: vlastní zpracování, finance.yahoo.com, 2023

Po doplnění všech zmíněných položek lze vypočítat vnitřní hodnotu akcie již pouhým poměrem hodnoty vlastního kapitálu s počtem akcií v oběhu:

$$VH = \frac{277,738}{1,825} = 152,19 \$$$

Ekvivalentně jako u dividendové diskontního modelu, i v tomto případě je třeba zahrnout bezpečnostní polštář, tedy ponížít kalkulovanou částku o 20 %.

$$VH = 152,19 * 0,8 = 121,75 \$$$

Výsledná hodnota vnitřní hodnoty akcie se rovná 121,75 \$ a při aktuálním kurzu 109,39 \$ je akcie vhodná k nákupu.

P/E Ratio

Ukazatel P/E Ratio lze zjistit jednoduchým poměrem aktuální tržní cenou akcie ku zisku na 1ks akcie. K 31.9.2022 byla tržní cena akcie 94,33 \$ a zisk na akcii 1,75 \$. Poměrem těchto dvou hodnot vyjde následující P/E Ratio:

$$P/E_{Ratio} = \frac{94,33}{1,75} = 53,90$$

Výsledné P/E Ratio společnosti je v poměru s P/E indexu SP500, který ve shodném období dosahoval hodnoty 21,36, více než dvojnásobně vyšší, a proto se může jednat o indikátor nadhodnocené společnosti.

P/S Ratio

Ukazatel P/S Ratio lze zjistit jednoduchým poměrem aktuální tržní cenou akcie ku tržbám na 1ks akcie. K 31.9.2022 byla tržní cena akcie 94,33 \$ a tržby na akcii 2,08 \$. Poměrem těchto dvou hodnot vyjde následující P/E Ratio:

$$P/S_{Ratio} = \frac{94,33}{45,35} = 2,08$$

Výsledné P/S Ratio společnosti je v poměru s P/E indexu SP500, který ve shodném období dosahoval hodnoty 2,09, téměř shodný, a proto se může jednat o indikátor férově naceněné společnosti.

5 Výsledky a diskuse

5.1 Altria Group, Inc

V rámci finanční analýzy byl zjištěn prioritní nepříznivý faktor v oblasti zadlužení. Společnost Altria v roce 2021 dosáhla hodnoty celkové zadluženosti vyšší, než 100 % a stala se tak předluženou společností. Důvodem vysokého zadlužení jsou dlouhodobé závazky, kterými společnost financuje své investice do svých strategických společností, jako jsou ABInBev, JUUL LABS a CRONOS Group. Pomocí těchto společností Altria diverzifikuje své portfolio produktů a připravuje se na společenskou změnu, jejíž nedílnou součástí je přesun spotřebitelů k alternativním produktům klasických tabákových výrobků. Ukazatel rentability aktiv klesl ve sledovaném období z 23,66 % až na hodnotu 6,26 %. Klesající trend tohoto ukazatele je způsoben snižujícím se ziskem společnosti, avšak nepříznivý vývoj zisku je ovlivněn vysokými investicemi do již zmíněných strategických společností. Hodnoty běžné a pohotové likvidity jsou pod doporučenými hodnotami, nicméně hodnoty ukazatele peněžní likvidity se nacházejí v doporučeném intervalu, s výjimkou roku 2018 z důvodu krátkodobé půjčky ve výši 12,7 mld. \$. Výsledky Altmanova bankrotního modelu byly převážně v bezpečném pásmu prosperujících společností bez jakýchkoliv známek bankrotní situace. Jediným odlišným obdobím byl rok 2018, kdy společnost vykázala ztrátu, která ovlivnila jeden z ukazatelů, čímž byla snížena výsledná hodnota modelu na 2,8 jednotek. Tento výsledek se již nachází v šedé zóně, nicméně se jedná o zanedbatelný faktor a celkově lze hodnotit tento model velmi pozitivně. Index bonity potvrzuje výsledky Altmanova bankrotního modelu.

Tabulka 22: Souhrn výsledků společnosti Altria Group, Inc.

Ukazatel	Výsledné hodnoty	Doporučené hodnoty
ROA	6,26 %	> 5 %
Běžná likvidita	0,71	1,5 > BL < 2,5
Altmanův bankrotní model	3,25	> 2,9
Index bonity	2,16	> 3
DDM Model	47,81 \$	X
DCF Model	45,27 \$	X
Běžné P/E ratio	46,68 \$	X

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci odvětvové analýzy bylo zjištěno, že společnost Altria je, prostřednictvím svých značek Marlboro, Chesterfield či L&M, dominantním hráčem na tabákovém trhu a své postavení si dlouhodobě udržuje. Největším konkurentem je společnost British American Tobacco, která např. na poli USA působí prostřednictvím dceřiné společnosti Reynolds American, která vlastní značky jako Newport, Camel či Pall Mall. Společnost Altria si je vědoma klesajícího trendu klasických cigaret, a proto rozšiřuje svou působnost do odvětvích, kterými jsou např. alternativní produkty klasických cigaret nebo konopné produkty, které jsou postupně globálně legalizovány.

Vnitřní hodnota akcie byla počítaná dle dividendového diskontního modelu, modelu diskontovaného cashflow a modelu běžného P/E. Výsledné hodnoty byly vypočítány s bezpečnostním polštářem 20 %. Dividendový diskontní model stanovil vnitřní hodnotu akcie na částku 47,81 \$. Pomocí modelu diskontovaného cashflow byla stanovena vnitřní hodnota akcie na částku 45,27 \$. Model běžného P/E stanovil vnitřní hodnotu akcie na 46,68 \$.

5.2 The Walt Disney Company

V rámci finanční analýzy byl zjištěn nepříznivý faktor v oblasti rentability v období 2020-2021. Podnikání společnosti bylo v období 2020 až 2021 výrazně ovlivněno pandemií Covid-19, která měla za následek uzavření zábavních parků a tržby společnosti byly z této oblasti přerušeny. V důsledku této události byla společnost nucena v roce 2020 vykázat čistou ztrátu -2,86 mld. \$. Pro porovnání, v předchozím roce byl vykázán čistý zisk v hodnotě 11 mld. \$. Altmanův bankrotní model svými výslednými hodnotami potvrdil předchozí tvrzení. V letech 2017 a 2018 se společnost nacházela v bezpečném pásmu bez známek bankrotní situace. Od roku 2019, kdy společnost investovala 90 % svého volného cashflow do projektu Disney +, jsou výsledné hodnoty v klesajícím trendu a společnost se nachází v šedé zóně. Index bonity potvrdil předchozí bankrotní model, přičemž v letech 2020 a 2021 indikoval špatnou finanční situaci.

Tabulka 23: Souhrn výsledků společnosti The Walt Disney Company

Ukazatel	Výsledné hodnoty	Doporučené hodnoty
ROA	0,98 %	> 5 %
Běžná likvidita	1,08	1,5 > BL < 2,5
Altmanův bankrotní model	2,19	> 2,9
Index bonity	0,53	> 3
DCF Model	121,75 \$	X

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci odvětvové analýzy je společnost jedním z dominujících na poli daného průmyslu. Nejvyšší potenciál může společnost získat v oblasti streamingových platform, kde figurují konkurenti, jako např. Netflix, Amazon prime video či HBO Max. Projekt Disney + má za cíl zvýšit a diverzifikovat zdroje příjmů a získat odběratele od již zmíněných konkurentů.

Společnost Disney vyplácela dividendy od roku 1995, avšak poslední deklarovaná dividenda byla 5. 12. 2019. Disney se ve zmíněném roce rozhodla své volné cashflow investovat do nového odvětví streamingových platform a zahájila projekt Disney +. Od této doby společnost dividendy nevyplácí, a proto v tomto případě nebude využito modelů operujících s dividendovými informacemi. Vnitřní hodnota akcie byla dle modelu diskontovaného cash flow stanovena na 121,75 \$.

6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo ohodnocení společností The Walt Disney Company a Altria Group, Inc a s využitím fundamentální analýzy stanovení vnitřních hodnot akcií, pomocí kterých lze interpretovat investiční doporučení. Práce byla rozdělena do několika na sebe navazujících částí.

V teoretické části byl čtenář v úvodní části seznámen se základními pojmy, jako jsou např. akcie, dividendy, investice či spekulace. Dále byly rozebrány daňové povinnosti při obchodování s akciemi, popsány jednotlivé finanční trhy a představeny odlišné akciové analýzy, konkrétně technické a psychologické. Detailně byla představena fundamentální analýza na třech úrovních, a to globální, odvětvové a firemní. Na závěr byly popsány modely potřebné pro výpočet vnitřních hodnot akcií.

Praktická část byla rozdělena na dvě hlavní části, přičemž každá z nich se zabývala konkrétní společností. Pro obě společnosti byla společná globální fundamentální analýza, která se zabývala makroekonomickou situací Spojených států amerických. Na základě této analýzy byla zjištěna predikce období recese, počínaje prvním kvartálem v roce 2023. HDP by mělo růst až od roku 2024. S negativním obdobím je spojena i inflace, která od roku 2020 stoupla o více než 5 %. Z důvodu vysoké inflace jsou zvýšeny i úrokové sazby, které se ve shodném období zvýšily o 4,25 %.

V první části byla představena společnost Altria Group, Inc. V rámci odvětvové fundamentální analýzy se společnost řadí do neutrálního odvětví ve stabilizační fázi. Společnosti v tabákovém odvětví jsou ovšem vystavovány častým státním regulacím, což lze považovat za určitý negativní faktor. V rámci firemní fundamentální analýzy byla nejprve vytvořena finanční analýza, jejíž nejdůležitějším výsledkem byla struktura kapitálu společnosti, která se z více než 100 % skládala z cizího kapitálu, který je využíván na financování dlouhodobých investic. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie byl využit dividendový diskontní model, model diskontovaného cash flow a model běžného P/E. Výsledné hodnoty byly komparovány s tržní cenou k datu 1. 2. 2023, kdy tržní kurs akcie byl 47,54 \$. Pomocí dividendového diskontního modelu vyšla vnitřní hodnota akcie 47,81 \$ a jednalo se o jediný model, který vyhodnotil aktuální tržní cenu akcie jako férově

nacenenou. Dle modelu diskontovaného cash flow vyšla vnitřní hodnota akcie 45,27 \$ a dle běžného P/E 46,68 \$. Objektivní cena akcie byla stanovena na 45 \$. Na základě těchto výsledků jsem označil společnost Altria při aktuální ceně 47,54 \$ za lehce nadhodnocenou a investičním doporučením je v tuto chvíli akcie této společnosti nenakupovat.

V druhé části byla představena společnost The Walt Disney Company. V rámci odvětvové analýzy se společnost řadí do fáze stability. V téměř všech segmentech, ve kterých společnost Disney podniká, patří mezi dvě nejsilnější společnosti na trhu. Jedinou oblastí potenciálně vysokého růstu je segment streamingových platforem, kam se společnost pomocí projektu Disney + zapojila v roce 2019. Finanční analýza poukázala na významné ovlivnění hospodaření společnosti pandemií Covid-19, které nejvíce segment zábavních parků a resortů. Mezi slabé stránky patří rentabilita, která např. v ukazateli ROA klesla od roku 2018 o 11,80 %. Společnost v roce 2019 přestala vyplácet akcionářům dividendy a zároveň klesl ukazatel volného cashflow z 9,83 mld. \$ na 1,73 mld. \$. Vnitřní hodnota akcie byla pomocí modelu diskontovaného cash flow stanovena na 121,75 \$. Z důvodu nevyplácení dividend nebylo možné využívat modely, které byly využity u předchozí společnosti. Společnost má fantastické jméno, pověst, historii hospodaření a i přes nynější krize generuje více než 60 mld. \$ každým rokem. S ohledem na veškeré faktory byla společnost oceněna na 120 \$ a při aktuální ceně 109,39 je lehce podhodnocena a jako vstupní pozice je vhodná ke koupi. Jak již bylo zmíněno dříve, v roce 2023 je očekáváno období recese, volatilní prostředí a s probíhající válkou není možné predikovat krátkodobý horizont. Z těchto důvodů je z mého pohledu vhodné držení určité části hotovosti na dokupování při propadech cen.

V případě držení hotovosti v částce 1 mil. Kč doporučuji rozdělení investice do zanalyzovaných společností následovně:

- Altria – vyhrazeno 350 000 Kč. Pod cenu akcie 45 \$ vstupní pozice za 100 000 Kč. Při propadu ceny akcie pod 43 \$ investice zbylé hotovosti.
- Disney – vyhrazeno 650 000 Kč. Za aktuální cenu vhodná investice ke vstupní pozici za 250 000 Kč. Při propadu ceny akcie pod 100 \$ investice zbylé hotovosti.

7 Seznam použitých zdrojů

- [1] Altria Free Cash Flow 2010-2022 | MO. Macrotrends [online]. 2023 [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/MO/altria/free-cash-flow>
- [2] Altria Group, Inc. (MO). Stratosphere.io [online]. 2022 [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: <https://www.stratosphere.io/company/BTI/kpis/>
- [3] Analýzy investice - Patria.cz. Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - Patria.cz [online]. Copyright © 1997 [cit. 25.09.2022]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akademie/analyzy-investice-fundamentalni-analyza.html>
- [4] ASEN, Elke. Dividend Tax Rates in Europe. TAX FOUNDATION [online]. 2021 [cit. 2023-03-09]. Dostupné z: <https://taxfoundation.org/dividend-tax-rates-europe-2021/>
- [5] ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., 2011. Základy financí. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3
- [6] DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd univ. ed. Hoboken, N.J: Wiley, 2012. ISBN 11-181-3073-1. s. 17-19
- [7] Disney Free Cash Flow 2010-2022 | DIS. Macrotrends [online]. 2023 [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/DIS/disney/free-cash-flow>
- [8] GDP (current US\$) - United States. The World Bank [online]. 2023 [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>
- [9] GELDER, Koel van. Leading tobacco companies worldwide in 2021, based on net sales. Statista [online]. 2023 [cit. 2023-03-09]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/259204/leading-10-tobacco-companies-worldwide-based-on-net-sales/>
- [10] GIRARDIN, McKayla. Discounted Cash Flow (DCF) Valuation: The Basics. Forage [online]. 2023 [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: <https://www.theforage.com/blog/skills/dcf-valuation>
- [11] GLADIŠ, Daniel. Naučte se investovat. 1. vyd. Praha: Grada, 2004. 155 s. ISBN 80-247-0709-8. s. 52
- [12] GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. Inteligentní investor. Praha: Grada, 2007. Investice. ISBN isbn978-80-247-1792-0.
- [13] CHOVANCOVÁ, Božena, Peter ÁRENDÁŠ, Jana KOTLEBOVÁ a Ctibor PILCH. Analýzy na akciových trhoch. Praha: Wolters Kluwer, 2017. ISBN 978-80-7552-796-7
- [14] Jak danit příjmy z obchodování akcií v roce 2023?. FINEX.cz [online]. 2018 [cit. 2023-03-09]. Dostupné z: <https://finex.cz/jak-danit-prijmy-z-obchodovani-akcii/>

- [15] JÍLEK, Josef. Akciové trhy a investování. Praha: Grada, 2009b. ISBN 978-80-247-2963-3
- [16] KERAN, Michael. Expectations Money and the Stock Market, 1971
BODIE, Zvi., KANE, Alex, MARCUS, Alan. Investments. 10th global ed..New York: McGraw-Hill, 2014, s. 558. ISBN 978-0-07-716114-9
- [17] KISLINGEROVÁ, Eva, Marta STÁROVÁ a Helena ČERMÁKOVÁ. Manažerské finance. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-807-4001-949
- [18] KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi. ISBN 80- 717-9529-1
- [19] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563- 2
- [20] KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 978- 80-7400-538-1.
- [21] Largest tobacco and cigarette companies by market cap. Companies Market cap [online]. [cit. 2023-03-09]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/tobacco/largest-tobacco-companies-by-market-cap/>
- [22] Market share of leading film studios in the United States and Canada from 2010 to 2021. Statista [online]. 2023 [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/187171/market-share-of-film-studios-in-north-america-2010/>
- [23] MCCARTHY, Niall. U.S. Smoking Rate Falls To Record Low. Statista [online]. 2018 [cit. 2023-03-09]. Dostupné z: <https://www.statista.com/chart/14879/us-smoking-rate-falls-to-record-low/>
- [24] Mrkvička, J., & Kolář, P. (2006). Finanční analýza (2. přeprac. vyd.). Praha: ASPI
- [25] MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [26] Patria Online, 2010. Škola investora: Psychologická analýza [online]. [cit. 2022-09-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1738063/skolainvestora-psychologiccka-analyza.html>
- [27] Philip Morris (PM): Tobacco Stock With An Interesting Long-Term Horizon | Seeking Alpha. Seeking Alpha | Stock Market Analysis & Tools for Investors [online]. Dostupné z: <https://seekingalpha.com/article/4435932-philip-morris-stock-has-an-interesting-long-term-horizon>

- [28] PLECHÁČ, Petr. Co je formulář W-8BEN a jak ho vyplnit. Návod na W-8BEN u brokera XTb. TRADECZ [online]. 2022 [cit. 2023-03-09]. Dostupné z: <https://www.tradecz.cz/co-je-formular-w-8ben-a-jak-ho-vyplnit-navod-na-w-8ben-u-brokera-xtb/>
- [29] REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.
- [30] REVENDA, Zbyněk, 2015. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 6., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-279-6.
- [31] RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-2028-4.
- [32] Sedláček, J. (2011). Finanční analýza podniku (2., aktualiz. vyd.). Brno: Computer Press.
- [33] Sedláček, J. (1999). Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy (Vyd. 1.). Brno: Computer Press.
- [34] SHAPIRO, Edward., 2010. Macroeconomic Analysis. New Delhi: Galgotia Publications Pvt. Ltd. ISBN: 8175157550
- [35] ŠTÝBR, D., 2011. Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s. 160 s. ISBN 978-80-247-3648-8.
- [36] The Conference Board Economic Forecast for the US Economy. The Conference Board [online]. 2023 [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: <https://www.conference-board.org/research/us-forecast>
- [37] United States Fed Funds Rate. TradingEconomics [online]. 2023 [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>
- [38] U.S. Inflation Rate 1960-2023 | MacroTrends. Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets [online]. Copyright © 2010 [cit. 09.03.2023]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/countries/USA/united-states/inflation-rate-cpi>
- [39] VESELÁ, Jitka a Martin OLIVA. Technická analýza na akciových, měnových a komoditních trzích. Praha: Ekopress, 2015. ISBN 978-80-87865-22-4
- [40] VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9
- [41] Yahoo! Finance [online]. 2023 [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/DIS?p=DIS&.tsrc=fin-srch>
- [42] Yahoo! Finance [online]. 2023 [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/MO?p=MO>

Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratk

7.1 Seznam obrázků

Obrázek 1: Daňové sazby evropských států

Obrázek 2: Členění finančního trhu

Obrázek 3: Volatilita tržního kursu akcie

Obrázek 4: Poměr prodaných cigaret a provozního zisku

Obrázek 5: Počet spotřebitelů klasických cigaret

Obrázek 6: Tržní podíl IQOS

Obrázek 7: Tržní kapitalizace společností v tabákovém průmyslu
Obrázek 1: Daňové sazby evropských států

7.2 Seznam tabulek

Tabulka 1: Seznam bankrotních modelů

Tabulka 2: Vývoj inflace

Tabulka 3: Podkladová data pro výpočet ukazatelů rentability

Tabulka 4: Ukazatele rentability

Tabulka 5: Podkladová data pro výpočet ukazatelů likvidity

Tabulka 6: Ukazatele likvidity

Tabulka 7: Altmanův bankrotní model

Tabulka 8: Index bonity

Tabulka 9: Podkladová data pro výpočet DDM

Tabulka 10: Podkladová data FCF s odhadovaným růstem

Tabulka 11: Výpočet budoucího FCF

Tabulka 12: Výpočet hodnoty VK

Tabulka 13: Podkladová data pro výpočet rentability

Tabulka 14: Ukazatele rentability

Tabulka 15: Podkladová data pro výpočet likvidity

Tabulka 16: Ukazatele likvidity

Tabulka 17: Altmanův bankrotní model

Tabulka 18: Index bonity

Tabulka 19: Podkladová data FCF s odhadovaným růstem

Tabulka 20: Výpočet budoucího FCF

Tabulka 21: Výpočet VK

Tabulka 22: Souhrn výsledků společnosti Altria Group, Inc.

Tabulka 23: Souhrn výsledků společnosti The Walt Disney Company

7.3 Seznam grafů

- Graf 1: Vývoj HDP
- Graf 2: Prognóza vývoje HDP
- Graf 3: Meziroční změna růstu / poklesu inflace
- Graf 4: Vývoj úrokových sazeb
- Graf 5: Tržní podíl společností v tabákovém průmyslu
- Graf 6: Struktura aktiv společnosti Altria
- Graf 7: Rozložení kapitálu společnosti Altria
- Graf 8: Struktura cizího kapitálu společnosti Altria
- Graf 9: Tržní podíl společností ve filmovém průmyslu
- Graf 10: Tržní podíl společností v televizním průmyslu
- Graf 11: Tržní podíl společností v oblasti zábavních parků
- Graf 12: Tržní podíl společností v oblasti streamovacích platforem
- Graf 13: Struktura aktiv společnosti Disney
- Graf 14: Rozložení kapitálu společnosti Disney

7.4 Seznam použitých zkratk

- EBT = Zisk před zdaněním
- EBIT = Zisk před úroky a zdaněním
- EAT = Čistý zisk
- ROE = Rentabilita vlastního kapitálu
- ROA = Rentabilita aktiv
- ROCE = Rentabilita dlouhodobého kapitálu
- ROS = Rentabilita tržeb
- ČPK = Čistý pracovní kapitál
- CF, FCF = Cash flow, Free Cash flow
- P/E = Price Earnings ratio
- P/BV = Price Book Value ratio
- P/S = Price Sales ratio

DCF = Diskontované Cash flow

FCFE = Free cash flow to Equity

FCFF = Free cash flow to Firm

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha společnosti Altria (2017-2021) - strana aktiv

Příloha 2: Rozvaha společnosti Altria (2017-2021) - strana pasiv

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti Altria (2017-2021)

Příloha 4: Rozvaha společnosti Disney (2017-2021) - strana aktiv

Příloha 5: Rozvaha společnosti Disney (2017-2021) - strana pasiv

Příloha 6: Výkaz zisku a ztráty společnosti Disney (2017-2021)

Příloha 7: W-8BEN formulář

Příloha 1: Rozvaha společnosti Altria (2017-2021) - strana aktiv

Assets	2017	2018	2019	2020	2021
Cash and cash equivalents	1,253	1,333	2,117	4,945	4,544
Receivables	142	142	152	137	47
Inventories	2,225	2,331	2,293	1,966	1,194
Leaf tobacco	941	940	874	844	744
Other raw materials	170	186	192	200	166
Work in process	560	647	696	502	23
Finished product	554	558	531	420	261
Income taxes	461	167	116	0	0
Other current assets	263	326	146	69	261
Total current assets	4,344	4,299	4,824	7,117	6,083
Property, plant and equipment, at cost	4,879	4,950	5,074	5,150	4,432
Land and land improvements	302	309	353	348	123
Buildings and building equipment	1,437	1,442	1,461	1,480	1,422
Machinery and equipment	2,975	2,981	2,998	3,010	2,652
Construction in progress	165	218	262	312	235
Less accumulated depreciation	2,965	3,012	3,075	3,138	2,879
Goodwil	5,307	5,196	5,177	5,177	5,177
Other intangible assets, net	12,400	12,279	12,687	12,615	12,306
Investments in equity securities	17,952	30,496	23,581	19,529	13,481
Other assets	1,285	1,251	1,003	964	923
Total Assets	43,202	55,459	49,271	47,414	39,523

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Příloha 2: Rozvaha společnosti Altria (2017-2021) - strana pasiv

Liabilities	2017	2018	2019	2020	2021
Short-term borrowings	0	12,704	0	0	0
Current portion of long-term debt	864	1,144	1,000	1,500	1,105
Accounts payable	374	399	325	380	449
Accrued liabilities	4,296	5,443	5,284	5,581	5,378
Marketing	695	586	393	523	664
Employment costs	188	0	0	0	0
Settlement charges	2,442	3,454	3,346	3,564	3,349
Other	971	1,403	1,545	1,494	1,365
Dividends payable	1,258	1,503	1,565	1,602	1,647
Total current liabilities	6,792	21,193	8,174	9,063	8,579
Long-term debt	13,030	11,898	27,042	27,971	26,939
Deferred income taxes	5,247	4,993	5,083	4,532	3,692
Accrued pension costs	445	544	473	551	200
Accrued postretirement health care costs	1,987	1,749	1,797	1,951	1,436
Other liabilities	283	254	345	381	283
Total liabilities	27,784	40,631	42,914	44,449	41,129
Redeemable noncontrolling interest	38	39	38	40	0
Common stock par value \$0.33 1/3 per share	935	935	935	935	935
Additional paid-in capital	5,952	5,961	5,970	5,910	5,857
Earnings reinvested in the business	42,251	43,962	36,539	34,679	30,664
Accumulated other comprehensive losses	-1,897	-2,547	-2,864	-4,341	-3,056
Cost of repurchased stock	-31,864	-33,524	-34,358	-34,344	-36,006
Total stockholders' equity attributable to Altria	15,377	14,787	6,222	2,839	-1,606
Noncontrolling interests	3	2	97	86	0
Total stockholders' equity	15,38	14,789	6,319	2,925	-1,606
Total Liabilities and Stockholders' Equity	43,202	55,459	49,271	47,414	39,523

vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti Altria (2017-2021)

Income statement	2017	2018	2019	2020	2021
Net revenues	25,576	25,364	25,110	26,153	26,013
Cost of sales	7,531	7,373	7,085	7,818	7,119
Excise taxes on products	6,082	5,737	5,314	5,312	4,902
Gross profit	11,963	12,254	12,711	13,023	13,992
Marketing, administration and research costs	2,338	2,756	2,226	2,154	2,432
Asset impairment and exit costs	32	383	159	-4	0
Operating income	9,593	9,115	10,326	10,873	11,560
Interest and other debt expense, net	705	665	1,280	1,209	1,162
Net periodic benefit income, excluding service cost	37	-34	-37	-77	-202
Loss on early extinguishment of debt	0	0	0	0	649
(Income) losses from equity investments	-532	-890	-1,725	111	5,979
Impairment of JUUL equity securities	0	0	8,600	2,600	0
Loss on Cronos-related financial instruments	0	0,000	1,442	140	148
(Gain) loss on ABI/SABMiller business combination	-445	33	0	0	0
Earnings before income taxes	9,828	9,341	766	6,890	3,824
Provision for income taxes	-399	2,374	2,064	2,436	1,349
Net earnings (losses)	10,227	6,967	-1,298	4,454	2,475
Net losses attributable to noncontrolling interests	-5	-4	5	13	0
Net earnings (losses) attributable to Altria	10,222	6,963	-1,293	4,467	2,475
Basic and diluted earnings (losses) per share attributable to Altria	5,31	3,69	-0,70	2,40	1,34

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Altria

Příloha 4: Rozvaha společnosti Disney (2017-2021) - strana aktiv

Assets	2017	2018	2019	2020	2021
Cash and cash equivalents	4,017	4,150	5,418	17,914	15,959
Receivables, net	8,633	9,334	15,481	12,708	13,367
Inventories	1,373	1,392	1,649	1,583	1,331
Content advances	1,278	1,314	4,597	2,171	2,183
Other current assets	588	635	979	875	817
Total current assets	15,889	16,825	28,124	35,251	33,657
Produced and licensed content costs	7,481	7,888	22,810	25,022	29,549
Investments	3,202	2,899	3,224	3,903	3,935
Parks, resorts and other property	28,406	29,540	31,603	32,078	32,624
Attractions, buildings and equipment	54,043	55,238	58,589	62,111	64,892
Accumulated depreciation	-29,037	-30,764	-32,415	-35,517	-37,920
Projects in progress	2,145	3,942	4,264	4,449	4,521
Land	1,255	1,124	1,165	1,035	1,131
Intangible assets, net	6,995	6,812	23,215	19,173	17,115
Goodwill	31,426	31,269	80,293	77,689	78,071
Other assets	2,390	3,365	4,715	8,433	8,658
Total assets	95,789	98,598	193,984	201,549	203,609

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Příloha 5: Rozvaha společnosti Disney (2017-2021) - strana pasiv

Liabilities	2017	2018	2019	2020	2021
Accounts payable and other accrued liabilities	8,855	9,479	17,762	16,801	20,894
Current portion of borrowings	6,172	3,790	8,857	5,711	5,866
Deferred revenue and other	4,568	4,591	4,722	4,116	4,317
Total current liabilities	19,595	17,86	31,341	26,628	31,077
Borrowings	19,119	17,084	38,129	52,917	48,540
Deferred income taxes	4,480	3,109	7,902	7,288	7,246
Other long-term liabilities	6,443	6,590	13,760	17,204	14,522
Redeemable noncontrolling interests	1,148	1,123	8,963	9,249	9,213
Total Disney Shareholders' equity	41,315	48,773	88,877	83,583	88,553
Common stock, \$.01 par value	36,248	36,779	53,907	54,497	55,471
Retained earnings	72,606	82,679	42,494	38,315	40,429
Accumulated other comprehensive loss	-3,528	-3,097	-6,617	-8,322	-6,440
Treasury stock	-64,011	-67,588	-907	-907	-907
Noncontrolling interests	3,689	4,059	5,012	4,680	4,458
Total equity	45,004	52,832	93,889	88,263	93,011
Total liabilities and equity	95,789	98,598	193,984	201,549	203,609

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Příloha 6: Výkaz zisku a ztráty společnosti Disney (2017-2021)

Income statement	2017	2018	2019	2020	2021
Total revenues	55,137	59,434	69,570	65,388	67,418
Services	46,843	50,869	60,542	59,265	61,768
Products	8,294	8,565	9,028	6,123	5,65
Total cost and expenses	-41,264	-44,597	-57,719	61,594	63,759
Cost of services (exclusive of depreciation and amortization)	-25,320	-27,528	-36,450	39,406	41,129
Cost of products (exclusive of depreciation and amortization)	-4,986	-5,198	-5,568	-4,474	-4,002
Selling, general, administrative and other	-8,176	-8,860	-11,541	12,369	13,517
Depreciation and amortization	-2,782	-3,011	-4,160	-5,345	-5,111
Restructuring and impairment charges	-98	-33	-1,183	-5,735	-654
Other income, net	78	601	4,357	1,038	201
Interest expense, net	-385	-574	-978	-1,491	-1,406
Equity in the income of investees	320	-102	-103	651	761
Income before income taxes	13,788	14,729	13,944	-1,743	2,561
Income taxes	-4,422	-1,663	-3,031	-699	-25
Income from discontinued operations	0	0,000	671	-32	-29
Net income	9,366	13,066	11,584	-2,474	2,507
Less: Net income attributable to noncontrolling interests	-386	-468	-530	-390	-512
Net income attributable to The Walt Disney Company	8,980	12,598	11,054	-2,864	1,995
Basic earnings per share attributable to Disney:	5,73	8,40	6,68	1,58	1,10
Diluted earnings per share attributable to Disney:	5,69	8,36	6,64	1,58	1,09

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zprávy společnosti Disney

Příloha 7: W-8BEN formulář

Formulář W-8BEN (Rev. Únor 2014)	Prohlášení o zahraničním statusu skutečného vlastníka pro účely srážkové daně a pro oznamovací povinnosti (fyzické osoby) <small>Pouze pro použití fyzickými osobami. Právnícké osoby musí použít formulář W-8BEN-E. Informace o formuláři W-8BEN spolu s instrukcemi lze nalézt na www.irs.gov/formw8ben Předložte tento formulář plátcí srážkové daně. Nezasílat IRS.</small>	OMB No. 1545-1621
Nepoužívejte tento formulář, pokud:		Použijte formulář:
• Nejste fyzická osoba.....		W-8BEN-E
• Jste občan USA, zahrnuje cizí fyzickou osobu, která je rezidentem USA.....		W-9
• Jste skutečný vlastník prohlašující, že příjem je ve skutečnosti spojen s obchodní činností v USA (jiné než personální služby).....		W-8ECI
• Jste skutečný vlastník, který má příjem z personálních služeb v USA		8233 or W-4
• Osoba jednáající jako prostředník.....		W-8IMY
Část I Identifikace skutečného vlastníka		
1 Jméno osoby, která je skutečným vlastníkem	2 Státní příslušnost	
3 Adresa – v zemi daňové rezidence (ulice, číslo popisné). Nepoužívat P.O. box		
Město, PSČ	Země	
4 Doručovací adresa (pokud je odlišná od výše uvedené)		
Město, PSČ	Země	
5 U.S. daňové identifikační číslo (SSN nebo ITIN), pokud je požadováno (viz instrukce)	6 Zahraniční daňové identifikační číslo (viz instrukce)	
7 Referenční číslo (viz instrukce)	8 Datum narození (viz instrukce)	
Část II Nárok na čerpání výhod smluv o zamezení dvojího zdanění (pouze pro účely kapitoly 3), (viz instrukce)		
9 Prohlašuji, že skutečný vlastník je rezidentem.....ve smyslu smlouvy o zamezení dvojího zdanění mezi USA a uvedenou zemí.		
10 Speciální sazby a podmínky (pokud jsou aplikovatelné – viz instrukce). Skutečný vlastník čerpá výhody vyplývající z článku..... Smlouvy o zamezení dvojího zdanění mezi USA a výše v řádku 9 uvedené země, aby uplatnil.....% sazbu z příjmu..... Vysvětlete důvody, proč skutečný vlastník splňuje podmínky uvedené v daném článku smlouvy.....		
Část III Prohlášení		
Pod pokutou křivého svědectví prohlašuji, že jsem překontroloval informace na tomto formuláři a podle mého nejlepšího vědomí jsou pravdivé, správné a úplné. Dále pod pokutou křivého svědectví prohlašuji, že:		
<ul style="list-style-type: none"> Jsem fyzickou osobou, která je skutečným vlastníkem (nebo jsem oprávněn podepisovat za skutečného vlastníka) všech příjmů, ke kterým se tento formulář vztahuje, nebo používám tento formulář ke zdokumentování toho, že jsem fyzickou osobou, která je vlastníkem účtu zahraniční finanční instituce (svěťenecká instituce, depozitní instituce, investiční entita nebo specifikovaná pojišťovna), Osoba uvedená na řádku 1 tohoto formuláře není U. S. osobou, Příjem, ke kterému se tento formulář váže: <ul style="list-style-type: none"> (a) Není efektivně spojen s výkonem obchodní či podnikatelské činnosti v USA, (b) Je efektivně spojen, ale není předmětem daně podle příslušné smlouvy o zamezení dvojího zdanění, nebo (c) Je obchodním podílem nebo příjmem efektivně spojeným s „partnership“ Osoba uvedená na řádku 1 tohoto formuláře je rezidentem země uvedené na řádku 9 ve smyslu smlouvy o zamezení dvojího zdanění mezi USA a uvedenou zemí, a V případě brokerských transakcí a barterových obchodů je skutečný vlastník příjmu zahraniční osvobozenou osobou 		
Dále potvrzují, že tento formulář bude poskytnut jakémukoliv „srážkovému agentovi“, který kontroluje, přijímá nebo obsluhuje příjem, kterého jsem konečným vlastníkem nebo „srážkovému agentovi“, který může vyplatit příjem, kterého jsem konečným vlastníkem. Souhlasím, že podám nové Prohlášení do 30 dnů, pokud se změní jakákoliv informace uvedená na tomto Prohlášení.		
Podpis zde		Datum
<small>Podpis skutečného vlastníka (nebo oprávněné osoby)</small>		<small>Datum</small>
<small>Jméno nadepsaného tiskacím stínem</small>		

Zdroj: tradecz.cz, 2022