



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

FUNDAMENTÁLNÍ AKCIOVÁ ANALÝZA VYBRANÝCH SPOLEČNOSTÍ TĚŽÍCÍCH ZLATO

FUNDAMENTAL SHARE ANALYSIS OF SELECTED GOLD MINING COMPANIES

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Dominika Vrláková

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Studentka:	Bc. Dominika Vrláková
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Podnikové finance a obchod
Vedoucí práce:	prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.
Akademický rok:	2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Fundamentální akciová analýza vybraných společností těžících zlato

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cieľom diplomovej práce je vypracovanie návrhu pre management investičného hedgeového fondu na nákup akcií spoločností ťaziacich zlato.

Základní literární prameny:

BOCKER, H. J. Svoboda jménem zlato: vzpoura ve světě papírových peněz. 3. aktualiz. vyd. Praha: Austria Gold CZ, 2013. 152s. ISBN 978-80-254-4979-0.

KISLINGEROVÁ, E. a J. HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

MISHKIN, F. S. The economics of money, banking and financial markets. 10th ed. Upper Saddle River (NJ): Pearson Education, 2013. 622s., Příl. The Pearson series in economics. ISBN 0-13-277024-5.

MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 4. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. 2. aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

ABSTRAKT

Diplomová práca sa zaoberá fundamentálnou akciovou analýzou za účelom návrhu variantu investovania do akcií spoločností zaoberajúcich sa ťažbou zlata. Predmetom je makroekonomická analýza prostredia, v ktorom pôsobia vybrané spoločnosti, analýza zlato ťažiacoho priemyslu a samotná analýza spoločností obsahujúca hodnotenie vývoja podnikových ukazovateľov a ich emitovaných akciových titulov. Na základe týchto analýz a medzipodnikového porovnávania bude uskutočnený návrh investície pre management hedgeového fondu.

ABSTRACT

The diploma thesis deals with fundamental share analysis in order to propose a variant of investing in shares of selected gold mining companies. The subject is macroeconomic analysis of the environment in which selected gold mining companies operate, gold industry analysis and company analysis comprising evaluation of the development of corporate indicators and their issued shares. On the basis of these analyzes and inter-company comparison, the most profitable options will be proposed to the management of the hedge fund.

KLÚČOVÉ SLOVÁ

Fundamentálna akciová analýza, zlato, spoločnosti ťažiacie zlato, investovanie, akcie, burza, hedgeový fond

KEYWORDS

Fundamental share analysis, gold, gold mining companies, investing, shares, stock Exchange, hedge fund

BIBLIOGRAFICKÁ CITÁCIA

VREĽÁKOVÁ, D. *Fundamentální akciová analýza vybraných společností těžících zlato*.
Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 123 s. Vedoucí
diplomové práce prof. Ing Oldřich Rejnuš, CSc..

ČESTNÉ PREHLÁSENIE

Prehlasujem, že predložená diplomová práca je pôvodná a spracovala som ju samostatne. Prehlasujem, že citácia použitých prameňov je úplná, že som vo svojej práci neporušila autorské práva (v zmysle Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorskom a o právach súvisujúcich s právom autorským).

V Brne dňa 26. mája 2017

.....

Bc. Dominika Vrľáková

POĎAKOVANIE

Týmto by som chcela poďakovať vedúcemu diplomovej práce, pánovi prof. Ing. Oldřichovi Rejnušovi, CSc. za jeho odborné vedenie, cenné pripomienky, rady a čas, ktorý mi venoval počas spracovávania tejto diplomovej práce. Ďalej ďakujem rodine a priateľom za poskytnutú podporu a v neposlednej rade i kolegom z Komerční banky za cenné rady a pripomienky.

OBSAH

ÚVOD.....	11
1 VYMEDZENIE GLOBÁLNEHO A PARCIÁLNYCH CIEĽOV PRÁCE... 12	
2 METODOLÓGIA PRÁCE	13
3 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ.....	15
3.1 Investičné akciové analýzy	15
3.2 Fundamentálna akciová analýza	16
3.2.1 Globálna fundamentálna analýza.....	18
3.2.2 Odvetvová fundamentálna analýza.....	22
3.2.3 Analýza jednotlivých akciových spoločností a ich emitovaných akcií	24
3.3 Zlato, vývoj ceny a faktory, ktoré ju ovplyvňujú.....	35
3.3.1 Charakteristika zlata ako investičného prostriedku	35
3.3.2 Investičné inštrumenty, ktorých podkladové aktívum je zlato	35
3.3.3 Vývoj ceny zlata v roku 2016.....	37
3.3.4 Historický vývoj ceny zlata od roku 1970	38
3.3.5 Faktory ovplyvňujúce cenu zlata	39
4 PRVOTNÝ VÝBER SPOLOČNOSTÍ NA ZÁKLADE ZVOLENÝCH KRITERIÍ.....	43
4.1 Spoločnosti ťažiacie zlato	43
4.2 Kritéria výberu spoločností	44
5 ANALÝZA MAKROEKONOMICKÉHO PROSTREDIA V KRAJINÁCH PÔSOBENIA VYBRANÝCH SPOLOČNOSTÍ.....	45
5.1 Prehľad makroekonomických ukazovateľov	45
5.1.1 Reálny výstup ekonomiky	45
5.1.2 Inflácia	48
5.1.3 Nezamestnanosť.....	49

5.1.4	Záver analýzy makroekonomického prostredia	51
6	ANALÝZA SÚČASNÉHO STAVU ZLATO ŤAŽIACEHO PRIEMYSLU... 52	
6.1	Ťažba zlata a jej vývoj.....	52
6.2	SWOT analýza zlato ťažiacoho priemyslu.....	55
6.3	Burzovné indexy ťažobných spoločností	57
7	ANALÝZA VYBRANÝCH SPOLOČNOSTÍ..... 60	
7.1	Barrick Gold Corporation	62
7.1.1	Analýza podnikových ukazovateľov	64
7.1.2	Akcie spoločnosti.....	65
7.2	Agnico Eagle Mines Limited	68
7.2.1	Analýza podnikových ukazovateľov	70
7.2.2	Akcie spoločnosti.....	71
7.3	Goldcorp Inc.....	74
7.3.1	Analýza podnikových ukazovateľov	75
7.3.2	Akcie spoločnosti.....	77
7.4	Newmont Mining Corporation.....	80
7.4.1	Analýza podnikových ukazovateľov	81
7.4.2	Akcie spoločnosti.....	83
7.5	AngloGold Ashanti Limited.....	86
7.5.1	Analýza podnikových ukazovateľov	87
7.5.2	Akcie spoločnosti.....	89
8	KOMPARÁCIA JEDNOTLIVÝCH ANALYZOVANÝCH SPOLOČNOSTÍ POĎA VYBRANÝCH KRITÉRIÍ..... 92	
8.1	Výber kritérií	92
8.2	Komparácia vybraných spoločností na základe bodovacej metódy.....	94
8.2.1	Bodovacia metóda pri jednotkových váhach	94

8.2.2	Bodovacia metóda pri diferencovaných váhach	96
9	VERIFIKÁCIA PRAVDEPODOBNOSTI BANKROTU ALTMANOVÝM BANKROTNÝM MODELOM.....	99
9.1	Agnico Eagle Mines	99
9.2	Barrick Gold.....	100
9.3	AngloGold Ashanti	102
9.4	Záver analýzy Altmanovým bankrotným modelom	103
10	INVESTIČNÝ NÁVRH PRE MANAGEMENT HEDGEOVÉHO FONDU	104
	ZÁVER	107
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	109
	ZOZNAM TABULIEK	119
	ZOZNAM GRAFOV	121
	ZOZNAM OBRÁZKOV	122
	ZOZNAM POUŽITÝCH SKRATIEK	123

ÚVOD

V dnešnej dobe existuje nespočetné množstvo investičných inštrumentov, do ktorých je možné investovať voľné peňažné prostriedky. Od dlhopisov, cez termínové derivátové inštrumenty až po rôznorodé komodity. Jednou z najbežnejších variantov je ale investovanie do podnikových akcií, ktoré môžu investorovi priniesť nadpriemerný zisk s dostatočnou likviditou, no na druhej strane s istým rizikom.

Toto riziko sa dá čiastočne eliminovať podrobnou a vhodnou analýzou, ktorá nám odpovie na otázku, či do danej akcie investovať alebo nie. Najkomplexnejšou analýzou je v súčasnosti považovaná fundamentálna akciová analýza, ktorej úlohou je hľadať na trhu akcie s vnútornou hodnotou inou, ako je ich aktuálna tržná cena. Výhodou je, že berie do úvahy, na rozdiel od ostatných analýz, i vývoj makroekonomického prostredia, odvetvie, v ktorom spoločnosť pôsobí, vývoj ukazovateľov v analyzovanej spoločnosti a vývoj samotných emitovaných akcií.

Po dlhom zvažovaní aké odvetvie a konkrétne ktoré spoločnosti vybrať pre spracovanie tejto diplomovej práce a na podnet managementu hedgeového fondu, boli nakoniec zvolené spoločnosti ťažiacie zlato. Vo všeobecnosti sú v súčasnosti brané ako nerentabilné odvetvie a že náklady dokonca prevyšujú výnosy. Práve tieto spoločnosti, konkrétne ich emitované akcie, by mohli byť dobrou investíciou pre investorov, ktorí si uvedomujú, že zlato bolo, je a bude hrať dôležitú úlohu vo svete. A keďže zlato ako také kapitálový zisk neprináša, práve akcie spoločností tento kov ťažiacie by mohli byť vhodnou investíciou v súčasnosti, rovnako ako v aj budúcnosti. Možno vo veľmi blízkej budúcnosti, keď po 50-tych rokoch používania nekrytých peňazí bude opäť nastolený Zlatý štandard. Tento negatívny postoj k dnešnému rapídne „tlačeniu“ peňazí mal i známy nemecký ekonóm Roland Baader, ktorý to potvrdzuje svojím výrokom:

„Viera stredovekých alchymistov, že môžu z olova vyrobiť zlato, bola prejavom triezveho rozumu v porovnaní s novodobým bludom, že z papiera sa dajú vyrobiť peniaze.“

1 VYMEDZENIE GLOBÁLNEHO A PARCIÁLNYCH CIEĽOV PRÁCE

Globálny cieľ

Globálnym cieľom diplomovej práce je na základe uskutočnených analýz vypracovanie návrhu pre management investičného hedgeového fondu¹ na nákup akcií spoločností ťažiacich zlato.

Aby mohol byť dosiahnutý globálny cieľ práce, je nutné najskôr splniť nasledujúce parciálne ciele.

Parciálne ciele

1. Prvotný výber piatich najvýznamnejších spoločností ťažiacich zlato na základe kritérií, ktoré odpovedajú štatútu managementu hedgeového fondu a ktoré budú podrobené následnej analýze.
2. Analýza základných makroekonomických ukazovateľov jednotlivých krajín, v ktorých pôsobia vybrané spoločnosti.
3. Analýza súčasného stavu zlato ťažiaceho priemyslu.
4. Analýza jednotlivých vybraných spoločností, ktorá zahrňuje vývoj ťažby zlata, vývoj podnikových ukazovateľov a vývoj tržnej ceny emitovaných akcií.
5. Komparácia vybraných spoločností na základe zvolených ukazovateľov pomocou komparačnej metódy medzipodnikového porovnávania.
6. Po výbere troch najvýhodnejších spoločností na základe medzipodnikového porovnávania budú tieto spoločnosti verifikované Altmanovým bankrotným modelom na zistenie pravdepodobnosti bankrotu v blízkej budúcnosti.

¹ Ide o investičný fond s právnou subjektivitou a vlastným managementom registrovaný v Spojených štátoch amerických (ďalej len management hedgeového fondu)

2 METODOLÓGIA PRÁCE

K spracovaniu tejto diplomovej práce sú použité nasledujúce vedecké metódy:

- **analýza a syntéza** – budú využité pri spracovaní, získavaní a triedení informácií makroekonomického prostredia, zlato ťažiacoho priemyslu a jednotlivých spoločností ťažiacich zlato.
- **grafické metódy** – pre názornú ilustráciu vývoja analyzovaných faktorov.
- **komparácia** – táto metóda bude využitá pri porovnávaní spoločností podľa zvolených kritérií a bude uskutočnená na základe bodovacej metódy, ktorá bude v nasledujúcich riadkoch podrobne charakterizovaná.
- **indukcia a dedukcia** – s využitím týchto metód bude vypracovaný investičný návrh pre management hedgeového fondu, na základe poznatkov získaných analýzami a medzipodnikového porovnávania.

Charakteristika bodovacej metódy²

Táto metóda sa používa nielen pri posudzovaní podnikov, ale i pri úverových produktoch a iných. Porovnáva jednotlivé podniky viacerými kritériami naraz, čím dostaneme komplexné posúdenie, v našom prípade, spoločností ťažiacich zlato. Princíp tejto metódy je, že podniku, ktorý pri porovnávaní podľa jedného kritéria dosiahol najlepšie umiestnenie, sa prideli 100 bodov. Ostatným sa následne prideli bodové ohodnotenie podľa nasledujúcich vzorcov:

- *Pri charaktere ukazovateľa [+1]:*
$$b_{ij} = \frac{x_{ij}}{x_{i,max}} \times 100$$
- *Pri charaktere ukazovateľa [-1]:*
$$b_{ij} = \frac{x_{i,min}}{x_{ij}} \times 100$$

kde: b_{ij} – bodové ohodnotenie *i*-tého produktu pre *j*-tý ukazovateľ

x_{ij} – hodnota *j*-tého ukazovateľa v *i*-tom produkte

$x_{i,max}$ – najvyššia hodnota *j*-tého ukazovateľa (ohodnotená 100 bodmi) v prípade ukazovateľa charakteru [+1]

² Spracované podľa REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s.296.

$x_{i,min}$ – najnižšia hodnota j -tého ukazovateľa (ohodnotená 100 bodmi) v prípade ukazovateľa charakteru [-1]³

Charakter ukazovateľa [+1] znamená, že najlepšia hodnota je najvyššia a pri charaktere ukazovateľa [-1] to znamená, že najlepšia hodnota ukazovateľa je najnižšia.⁴

Nasleduje výpočet integrálneho ukazovateľa, ktorý vypočítame ako vážený aritmetický priemer počtu bodov pridelených podniku za jednotlivé ukazovatele. Výpočet sa líši pri jednotkových a diferencovaných váhach podľa nasledujúcich vzorcov:

$$d_i = \sum_{j=1}^n b_{ij} \quad d_{i_v} = \frac{\sum_{j=1}^n b_{ij} \cdot p_j}{\sum_{j=1}^n p_j}$$

Za najlepší podnik bude považovaný ten, ktorého integrálny ukazovateľ dosiahne najvyššiu hodnotu.

³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 2014. s. 296.

⁴ NEUMANNOVÁ, A. *Podniková diagnostika*. 2012

3 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ

V nasledujúcej kapitole sa zoznámime s potrebnou teóriou k vypracovaniu praktickej časti tejto diplomovej práce, ktorá v konečnom dôsledku bude viesť k dosiahnutiu cieľa práce, a to návrhu investovania do akcií spoločností ťažiacich zlato pre management hedgeového fondu. Najskôr budú charakterizované investičné akciové analýzy, na základe ktorých je možné hodnotiť jednotlivé akciové tituly. Za touto časťou bude nasledovať podrobný popis samotnej fundamentálnej akciovej analýzy a jej častí. Posledná podkapitola je venovaná samotnému zlatu. Konkrétne jeho charakteristike, vývoja jeho ceny a faktory, ktoré najviac ovplyvňujú pohyb jeho tržnej ceny a to z dôvodu toho, že cena zlata následne pôsobí na tržné ceny akcií spoločností ťažiace tento drahý kov.

3.1 Investičné akciové analýzy

V dnešnej dobe, vo svete neobmedzených možností investovania by sa každý racionálny investor mal rozhodovať nie len na základe svojej intuície alebo „len tak“, ale každá plánovaná investícia by mala byť uskutočnená na základe analýzy. Poznáme niekoľko druhov analýz, ktoré sa líšia základnými črtami, majú svoje výhody a nevýhody, odporcov a zástancov a riešia odpovede na rôznorodé druhy otázok. Ide napríklad o otázky typu ako veľmi sa odchyľuje tržná cena akcie od jej skutočnej vnútornej hodnoty, ďalej aký bude budúci vývoj cien akcií, ako veľmi je investovanie ovplyvnené ľudským chovaním a mnoho ďalších. Medzi základné akciové analýzy patrí fundamentálna, technická a psychologická analýza.

Fundamentálna analýza

Fundamentálna analýza je považovaná za najkomplexnejšiu akciovú analýzu, pretože jej predmetom nie je len samotná analýza spoločností a jej emitovaných akcií, do ktorých sa investor rozhoduje investovať svoje peňažné prostriedky, ale aj analýza okolia a faktorov pôsobiacich na spoločnosť z externého prostredia. Hlavným zameraním je porovnanie tržnej ceny akcie s vlastným subjektívnym názorom, teda jej vnútornou hodnotou. Na základe tohto sa ďalej investor rozhoduje či danú akcie kúpi, predá, prípadne bude naďalej držať a čakať, ako sa bude ďalej vyvíjať.⁵

⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 237.

Technická analýza

Technická analýza je využívaná k analýze akciových titulov alebo akciových indexov a jej cieľom je predpovedanie budúceho vývoja ich tržných cien, predikovanie smeru týchto zmien a určenie okamžikov, ktoré sú najvhodnejšie ku kúpe alebo predaju daných akcií. Vzhľadom k skutočnosti, že technická analýza určuje kedy dané akciové tituly obchodovať, tak sa dá považovať za analýzu krátkodobú, na rozdiel od analýzy fundamentálnej, ktorá určuje čo obchodovať. Technická analýza pracuje najmä s grafmi, ktoré si vyžadujú určitú prácnosť pri zostavovaní a ich vyhodnocovaní a preto k uskutočneniu tejto analýzy je potreba profesionálnu výpočtovú techniku a špeciálne programy.⁶

Ďalším rozdielom medzi fundamentálnou a technickou analýzou je ten, že fundamentálna analýza je založená na tzv. fundamentálnych údajoch, teda údajov zo súvahy, výsledku zisku a strát apod. a technická analýza využíva údaje priamo z trhu, ako napríklad ceny akcií, objemy obchodov, indexy a mnoho ďalších.⁷

Psychologická analýza

Predmetom psychologickéj analýzy nie sú jednotlivé aktíva, tak ako je tomu v dvoch predchádzajúcich analýzách, ale samotní investori, ktorí konajú na základe vlastnej psychiky a faktory, ktoré ich správanie ovplyvňujú. Táto analýza skúma, čo investorov vedie k rozhodnutiu nakupovať alebo predávať jednotlivé akciové tituly a teda môžeme konštatovať, že jej základom je psychológia davu.⁸

3.2 Fundamentálna akciová analýza

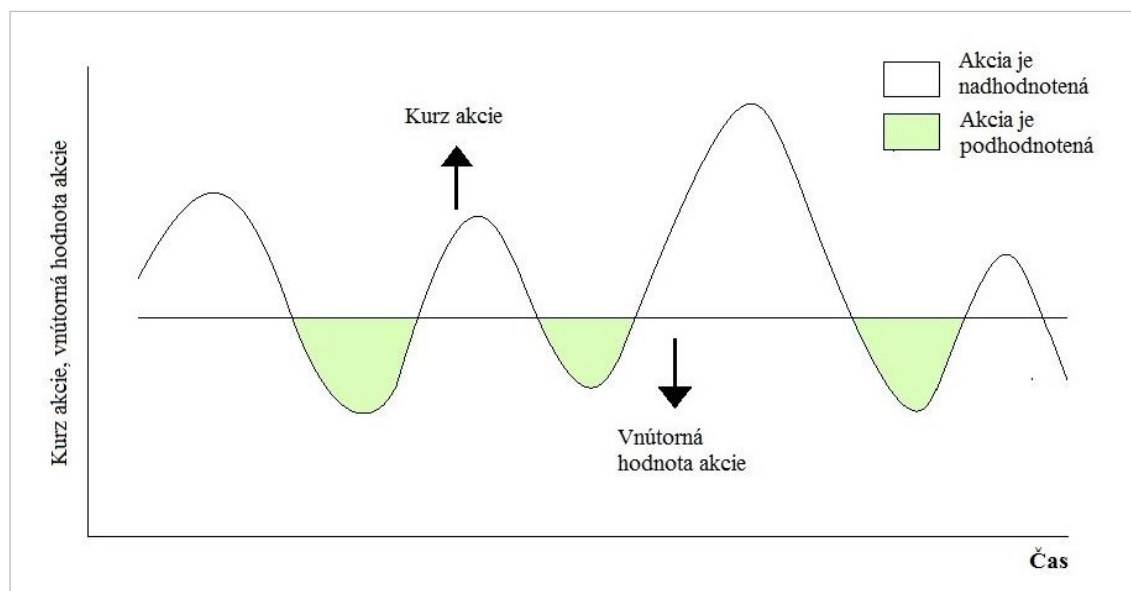
Fundamentálna akciová analýza je považovaná za jeden z najkomplexnejších a najobľúbenejších analytických prístupov používaná pri dôležitých investičných rozhodnutiach. Podstata tejto akciovej analýzy spočíva v tom, že vnútorné hodnoty akcií, tzv. teoretické ceny sú rozdielne od ich aktuálnych kurzov (tržných cien), za ktoré sa obchodujú na burzách. Ak je vnútorná hodnota akcie nad úrovňou aktuálneho kurzu, tak ide o akciu podhodnotenú. Naopak, o nadhodnotenú akciu ide v tom prípade, ak je

⁶ Tamtiež, s. 300.

⁷ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papirů*. s. 327.

⁸ KOLEKTÍV ČESKÝCH INVESTORŮ, psychologická analýza. *daytrade.cz* [online].

vnútorná hodnota akcie pod úrovňou jej aktuálneho kurzu. Vnútorňú hodnotu akcie môžeme charakterizovať ako subjektívny názor jednotlivca na akciovom trhu na to, aká by mala byť tzv. „spravodlivá cena“ akcie. Vo veľmi krátkom období je možné vnútorňú hodnotu akcie pokladať za konštantnú a preto sa dá porovnať s aktuálnym kurzom akcie, čo znázorňuje nasledujúci obrázok.⁹



Obrázok 1 Vzťah medzi vnútorňou hodnotou akcie a jej kurzom vo veľmi krátkom období

(Zdroj: Vlastné spracovanie na základe REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 2014.)

Cieľom fundamentálnej analýzy je preto nájsť vnútorňú hodnotu akcie, ktorá je následne porovnaná s jej aktuálnym kurzom na akciovom trhu a určenie, či ide o akciu podhodnotenú, resp. nadhodnotenú. Pri hľadaní vnútornej hodnoty akcií, musíme brať zreteľ na faktory, ktoré ju ovplyvňujú.¹⁰ Podľa charakteru týchto faktorov fundamentálnu akciovú analýzu členíme na tieto druhy:

- ***Globálna (makroekonomická) fundamentálna analýza***
- ***Odvetvová (odborová) fundamentálna analýza***
- ***Analýza jednotlivých spoločností a ich akcií***¹¹

⁹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 237-238.

¹⁰ ŠTÝBR, D. *Začínáme investovať a obchodovať na kapitálových tržích*. s. 95.

¹¹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 239.

3.2.1 Globálna fundamentálna analýza

Hlavným cieľom globálnej fundamentálnej analýzy je identifikovať, preskúmať a zhodnotiť vplyv celej ekonomiky a trhu na hodnotu analyzovanej akcie.¹²

K charakteristike súčasného stavu ekonomiky, jej vývoja a trhu sa používajú významné makroekonomické agregáty, veličiny a faktory, ktorými sú napríklad reálny výstup ekonomiky, úroková miera, peňažná zásoba, inflácia, ekonomické a politické šoky a mnoho ďalších faktorov.¹³

Reálny výstup ekonomiky

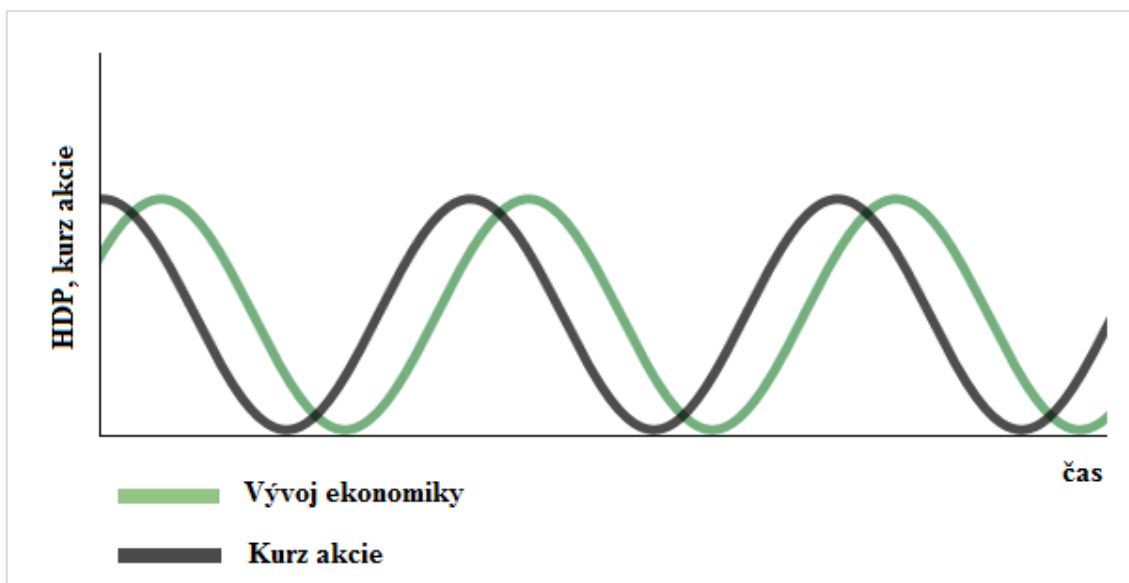
Vývoj ekonomiky štátu a svetovej ekonomiky silne ovplyvňuje vývoj akciových trhov. To znamená, že kurzy akcií svojim rastom či poklesom reagujú na súčasné výkyvy v ekonomike. Z dlhodobého hľadiska vývoj akciových kurzov kolíše okolo základného trendu, ktorý je vyvolaný rastom ekonomickej a životnej úrovne danej ekonomiky.

Naopak, zo strednodobého hľadiska vzťah medzi vývojom ekonomiky a akciových kurzov tak silný nie je.¹⁴ Bolo zistené, že akciové kurzy voči reálnemu výstupu ekonomiky plnia úlohu tzv. predbiehajúceho indikátora, čo znamená, že vývoj ekonomiky je predbehnutý akciovými kurzmi o tri až deväť mesiacov. Tento časový nesúlad môžeme vidieť na obrázku č. 2.

¹² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. s. 311.

¹³ Tamtiež, s. 311.

¹⁴ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 240.



Obrázok 2 Vývoj ekonomiky versus kurz akcie

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe ŠTÝBR, D. *Začínáme investovať a obchodovať na kapitálových tržích*. 2011.)

Pokles resp. rast akciových trhov spôsobuje zmenu chovania spotrebiteľov a firiem. Rast akciových trhov zväčšuje ich bohatstvo, čo má za následok vyššiu investičnú činnosť a následne rast výstupu ekonomiky. Naopak, pokles akciových trhov znižuje bohatstvo a teda investičná činnosť je potlačená, čo má za následok zníženie výstupu ekonomiky.¹⁵

Peňažná ponuka

Na rozdiel od ostatných faktorov ovplyvňujúcich vývoj akciových kurzov, tak zmena v peňažnej ponuke je jediným faktorom, ktorý predbieha vývoj akciových kurzov. V krátkom období majú pozitívny vzťah, z čoho vyplýva, že pri raste peňažnej ponuky akciový trh tiež rastie a obrátene. Na toto tvrdenie existujú nasledujúce vysvetlenia:

➤ Efekt likvidity

Zvýšenie peňažnej ponuky investori vnímajú ako nadbytok likvidity, resp. finančného kapitálu, ktoré investujú i do akcií. Toto má za následok vzrast dopytu po akciových tituloch a následný rast akciových kurzov.¹⁶

¹⁵ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových tržích*. s. 317.

¹⁶ ŠTÝBR, D. *Začínáme investovať a obchodovať na kapitálových tržích*. s. 104.

➤ **Transmisný mechanizmus**

Druhým vysvetlením je, že nárastom peňažnej ponuky sa zvýši dopyt po dlhopisoch, čo spôsobí rast ich kurzov a zníženie výnosových mier. Dlhopisy sa preto stanú pre investorov výnosovo neatraktívne a drahé. Investori presúvajú svoju pozornosť na akciové trhy, ktoré sú pre nich zaujímavejšie ako dlhopisy. Tým sa zvýši dopyt po akciových inštrumentoch a následne ich kurzov.

➤ **Trh výpožičného kapitálu**

Zvýšenie peňažnej ponuky ďalej zapríčini klesanie úrokových sadzieb a zároveň klesanie ceny výpožičného kapitálu. Ten sa stane pre podniky lacnejším a vyvolá nárast investícií, čím si podniky zvýšia svoje zisky. Zvýšením ziskov podnikov dôjde i k zvýšeniu kurzov akcií.¹⁷

Úroková miera

Ďalším faktorom, ktorý vplýva na vývoj akciových kurzov je rast resp. pokles úrokových mier. Vo všeobecnosti je známe, že nárast úrokovej miery povedie k zníženiu akciových kurzov. Toto tvrdenie je podložené tromi nasledujúcimi spôsobmi.

1. Súčasná hodnota akciových titulov je závislá na súčasných hodnotách peňažných príjmov v budúcnosti. Pri prevode budúcich príjmov na súčasnú hodnotu hrá úroková miera dôležitú rolu. Nárast úrokovej miery znamená pokles súčasnej hodnoty príjmov v budúcnosti a taktiež pokles „vnútornej hodnoty“ akcií. Toto má za následok zníženie kurzov akcií
2. Medzi akciovým trhom a trhom dlhopisov existuje inverzný vzťah. Ak vzrastú úrokové miery, tak následne vzrastie výnosnosť dlhopisov. Toto spôsobí relokáciu peňažných prostriedkov z akciových trhov na trh dlhopisov. Kurzy akcií klesajú až do vyrovnania výnosnosti na spomínaných trhoch.
3. Rastom úrokových mier, rastú náklady spoločností na ich externé financovanie. Tento fakt je sprevádzaný poklesom budúcich ziskov a teda aj poklesom akciových kurzov.¹⁸

¹⁷ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. s. 284-285.

¹⁸ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 241-242.

Inflácia

Akcie sú často považované za investičný inštrument, ktorý predstavuje akési zaistenie proti inflačnému znehodnoteniu. Toto tvrdenie je založené na raste dividend a zisku spoločností v období inflácie, čo vo väčšine vedie i k rastu tržných cien akcií. V praxi to ale také jednoduché nie je. Niektorí ekonómovia sú názoru, že naopak akcie sú inflačne neutrálne a tvrdia, že zmena inflačného očakávania nemá vplyv na reálnu výnosovú mieru z akciových titulov. Empirické štúdie ďalej potvrdili, že v dlhom období akcie prinášajú pozitívnu reálnu výnosovú mieru, no v kratšom období táto výnosová miera nedokáže udržať tempo s rastom inflácie. Po zvážení hypotéz, ktoré skúmajú vzťah medzi infláciou a výnosovou mierou z akcií, môžeme tvrdiť, že zvýšenie inflácie vedie k zníženiu tržnej ceny akcií.¹⁹

Fiškálna politika

Fiškálna politika sa zaoberá príjmami, výdajmi a dlhom daného štátu, ktoré majú tiež za následok kolísanie kurzov akcií. Z veľkej časti sú ceny akcií ovplyvňované daňami z príjmov, ktoré znižujú zisky podnikov. So znížením zisku je spojená i zmena vo výške vyplácaných dividend a redukcia rozvoja podnikov. Akcie sa stanú menej atraktívne, čo spôsobí pokles ich kurzov.

Ďalším aspektom, ktorý ovplyvňuje kurzy akcií, je výdajová politika štátu. Ak by vládne výdaje putovali do služieb a produktov akciových spoločností, tak zvýšením ziskov by sa zvyšovali i kurzy akcií. Naopak pri vzrastajúcej tendencii rozpočtového deficitu by to malo na kurzy akcií negatívny vplyv, pretože tento deficit by musel byť financovaný emisiou štátnych dlhopisov, čo by následne viedlo k narastaniu úrokovej miery.

Pohyb zahraničného kapitálu

Investori často hľadajú akcie na medzinárodnom akciovom trhu, ktoré nesú veľkú výnosnosť, malú rizikovosť a čo najvyššiu likviditu. Svoj kapitál preto alokujú z jedného štátu do druhého. Vývoj akciových kurzov je teda z veľkej časti ovplyvnený zmenami v stratégii investorov. Nárast akciových kurzov je spôsobený prílivom zahraničného kapitálu, na druhú stranu odliv zahraničného kapitálu zapríčiňuje ich pokles.

¹⁹ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papierů*. s. 343-345.

Ekonomické a politické šoky

Ekonomické a politické šoky sú neočakávané a nepredvídateľné udalosti, ktoré výrazne ovplyvňujú fungovanie ekonomiky negatívnym smerom. Majú za následok i pokles kurzov akciových instrumentov. Medzi ekonomické šoky patria obchodné a cenové vojny, ropné šoky, menová a finančná kríza, hyperinflácia a iné. Čo sa týka politických šokov, tam zaradíme hlavne vládne demisie, revolúcie a vojnové konflikty, či dokonca neočakávané výsledky volieb.²⁰

3.2.2 Odvetvová fundamentálna analýza

Ďalšou úrovňou fundamentálnej akciovej analýzy je odvetvová fundamentálna analýza. Jej úlohou je identifikovať rysy a špecifiká odvetvia, v ktorom pôsobí skúmaná akciová spoločnosť. Pri uskutočňovaní odvetvovej analýzy sa analytik snaží zanalyzovať, preskúmať a nakoniec predpovedať vplyv odvetvových faktorov na vnútornú hodnotu akcie. Tie totiž môžu zapríčiniť kolísavosť ziskov spoločnosti, čo vo významnej miere ovplyvňuje i kurz akcií.²¹

Medzi najdôležitejšie odvetvové faktory radíme najmä citlivosť odvetvia na hospodársky cyklus, tržná štruktúra odvetvia, štátna regulácia v danom odvetví a perspektíva budúceho vývoja odvetvia.

Citlivosť odvetvia na hospodársky cyklus

Jednotlivé odvetvia delíme podľa ich citlivosti na hospodársky cyklus na cyklické, neutrálne a anticyklické.

➤ Cyklické odvetvia

Do cyklického odvetvia spadajú výrobky a služby (stavebníctvo, elektrotechnika...), ktorých nákup je možno odložiť na priaznivejšie obdobie. To znamená, že v období expanzie dosahujú veľmi dobré hospodárske výsledky. Naopak v období recesie strácajú odbyt, čo spôsobuje pokles ziskov a koniec koncov i kurzov akcií.

²⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 240-244.

²¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. s. 291.

➤ **Neutrálne odvetvia**

Neutrálne odvetvia produkujú nevyhnutné statky s nízkou cenovou elasticitou, ktorých spotrebu nie je možné odložiť a preto ani nie sú veľmi ovplyvnené hospodárskym cyklom. Patrí sem napríklad farmaceutický, potravinársky priemysel a iné.

➤ **Anticyklické odvetvia**

Pri anticyklických odvetviach platí, že dobré hospodárske výsledky vykazujú v období recesie a naopak, slabšie hospodárske výsledky v období expanzie. Produkciou týchto odvetví je tzv. tovar núdze, teda ide o najlacnejšie životné potreby.

Tržná štruktúra odvetvia

Typ tržnej štruktúry tiež z určitej miery ovplyvňuje zisky spoločnosti a kurzy akcií. Poznáme monopolné, oligopolné a konkurenčné tržné štruktúry. Sledovanie monopolných, resp. konkurenčných síl v jednotlivých odvetviach je dôležité pri predpovedaní tržieb a hospodárskych výsledkov spoločností v danom odvetví.

Štátna regulácia v odvetví

Štátne regulácie sú významným odvetvovým faktorom, ktorý môže vo významnej miere ovplyvňovať vývoj tržných cien akcií. Medzi štátne regulácie patria hlavne nasledujúce opatrenia:

- Určenie tzv. maximálnych cien
- Obmedzenie vstupu do odvetvia
- Poskytnutie dotácií a subvencií
- Vyvolávanie dodatočných nákladov spoločnosti

Perspektíva budúceho vývoja odvetvia

Investori pri voľbe vhodnej investície hľadajú dlhodobu rastovú odvetvia, ktoré môžu byť zárukou úspešnosti na akciových trhoch. Pritom východiskovým bodom rozhodovania je rozbor minulých hospodárskych výsledkov a následne analýza variant ďalšieho vývoja. Nakoniec je nutné určiť, či sledované odvetvia sú rozvojové alebo v útlme.²²

²² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 245-246.

3.2.3 Analýza jednotlivých akciových spoločností a ich emitovaných akcií

Základom fungovania akciových trhov je záujem investorov emitované akcie akciových spoločností držať a nakupovať. Tento záujem je závislý nielen na budúcom vývoji ekonomiky a jednotlivých odvetví, ale najmä na ich pohľade na jednotlivé akciové spoločnosti a ich akciové emisie.

Prvou časťou firemnej fundamentálnej analýzy je analýza vybraných akciových spoločností. Keďže každý investor sa snaží držať čo najkvalitnejšie akciové tituly, tak musí sledovať dlhodobý vývoj hospodárskych výsledkov a zároveň očakávaný vývoj v budúcnosti. Analýzu vybraných akciových spoločností preto delíme na:

➤ Retrospektívna analýza

Retrospektívna analýza skúma doterajší vývoj spoločnosti a jej cieľom je určenie vývoja podnikovej štruktúry spoločnosti, dosahovaných výnosov, pozorovanie vývoja finančných ukazovateľov z dlhodobého hľadiska a iné. Na retrospektívnu analýzu nadväzuje analýza perspektívna.

➤ Analýza súčasnej ekonomickej situácie

Táto analýza skúma súčasnú situáciu v podniku. To znamená, že cieľom je hlavne zameranie na analýzu súčasných hospodárskych výsledkov a ukazovateľov, ktoré sa k nim viažu.

➤ Perspektívna analýza

Tretím stupňom fundamentálnej analýzy podniku je perspektívna analýza, ktorá sa sústreďuje na budúci vývoj samotnej spoločnosti, perspektívu rastu odvetvia a koniec koncov i na vývoj celej ekonomiky.

Druhou časťou firemnej fundamentálnej analýzy je analýza vlastností jednotlivých akciových emisií, tá sa týka vo väčšine prípadov veľkých korporácií, ktorých základný kapitál býva tvorený niekoľkými akciovými emisiami. Ide nielen o akcie kmeňové, ale aj prioritné. V spomínanej analýze je uskutočňovaná analýza práv spojených s emisiami akcií, likvidita súvisiaca s veľkosťou emitenta a veľkosťou akciovej emisie. V neposlednej rade je tiež dôležité, či ide o verejne obchodovateľné akcie, pretože ak ide

o veľké emisie obchodované na významných svetových burzách, tak pre investorov sú atraktívnejšie a likvidnejšie.

Uskutočňovanie firemnej fundamentálnej analýzy, ktoré je upriamené na stanovenie vnútorných hodnôt akcií používa niekoľko analytických metód. Medzi najpoužívanejšie patria:

- *Dividendové diskontné modely*
- *Ziskové modely*
- *Bilančné modely*
- *Finančná analýza podniku*
- *Ostatné* ²³

Dividendové diskontné modely

Dividendové diskontné modely predstavujú najrozšírenejšie a najpoužívanejšie metódy pri stanovovaní vnútornej hodnoty akcie. Princípom metódy je, že vnútorná hodnota akcie je daná súčtom súčasných hodnôt všetkých príjmov, ktoré plynú z tejto akcie v budúcnosti. Za príjmy sú považované dividendy a v prípade skorého predaja akcie i jej predajný kurz.²⁴

Ako už bolo spomínané, tak vnútorná hodnota akcie je daná súčtom diskontovaných dividend na súčasnú hodnotu a preto je základný vzorec označovaný ako dividendový diskontný model. Jeho podoba je nasledujúca:

$$VH_A = \frac{D_1}{(1 + r_d)} + \frac{D_2}{(1 + r_d)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + r_d)^n}$$

Z toho: VH_A – vnútorná hodnota akcie

$D_{(1,2,\dots,n)}$ – očakávaná dividendy v jednotlivých rokoch držby akcie

r_d – požadovaná konštantná miera výnosu (zahrňuje bezrizikovú tržnú úrokovú mieru, prémie za likviditu a rizikovosť)

n – počet rokov držby akcie

²³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 246-249.

²⁴ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. s. 307.

Dividendové diskontné modely je možno členiť niekoľkými spôsobmi. Podľa vývoja dividend ich delíme na modely s nulovým rastom, konštantným rastom a modely viacstupňové s rôznymi mierami rastu, resp. poklesu.²⁵

Dividendové diskontné modely s nulovým rastom

Tento model sa využíva vtedy, keď spoločnosť vypláca jej akcionárom konštantnú dividendu na akciu. Keďže dividend je konštantná po celú dobu, tak v tomto prípade ju môžeme nazvať perpetuita. Vnútnú hodnotu akcie vypočítame jednoducho ako podiel konštantnej dividendy a požadovanej výnosovej miery.²⁶

Jednostupňové dividendové diskontné modely s konštantným rastom, resp. poklesom

Jednostupňové dividendové diskontné modely operujú s jedinou nemennou mierou rastu, resp. poklesu očakávaných dividend počas celej doby držania danej akcie. Model vzniká pridaním faktoru konštantného rastu dividendy označovaného „g“. Medzi najvýznamnejší jednostupňový dividendový diskontný model sa radí tzv. **Gordonov model**. Tento model sa využíva pri nekonečnej držbe akcie s použitím konštantnej miery rastu dividend a požadovanej miery výnosu. Vypočíta sa ako podiel očakávanej dividendy v nasledujúcom období a rozdielu medzi požadovanou výnosovou mierou a mierou rastu dividend.

Viacstupňové (lineárne) dividendové diskontné modely

Na rozdiel od jednostupňových dividendových diskontných modelov, tak modely viacstupňové používajú viacero rozdielnych konštantných mier rastu resp. poklesu dividend. Počet stupňov indikuje počet období, v ktorých sú použité jednotlivé miery rastu, resp. poklesu. Medzi najpoužívanejšie modely tohto druhu patria dvojstupňové, trojstupňové, ale i štvorstupňové modely.²⁷

²⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 250-251.

²⁶ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. s. 309-310.

²⁷ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 256-258.

Ziskové modely

Ako to už názov naznačuje, tak ziskové modely nepracujú s očakávanou dividendou ako je to u dividendových diskontných modelov, ale s veľkosťou očakávaného zisku pripadajúceho na akciu. Ziskové modely sa zameriavajú na kratší časový horizont, ktorého dĺžka nepresiahne 5 rokov.²⁸ Matematickými úpravami je možné zo ziskových modelov ďalej vyjadriť dôležité ukazovatele finančného trhu, ktorými sú P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio.

P/E ratio

„Price earnings ratio“ patrí medzi najobľúbenejšie ukazovatele na kapitálovom trhu, ktorý je denne vystavovaný na kurzovních lístkoch, na internete či v analytických správach. Tento ukazovateľ je daný pomerom medzi cenou akcie a čistým ziskom na akciu a vyjadruje koľko korún je ochotný investor zaplatiť za jednu korunu zisku, ktorý vyprodukovala akciová spoločnosť. V prípade ak spoločnosť nevypláca dividendy alebo vykazuje stratu, tak tento ukazovateľ nemá význam počítať.

P/BV ratio

Ukazovateľ „price to book value ratio“ vyjadruje pomer medzi cenou akcie a účtovnou hodnotou na akciu, teda koľko korún sú ochotní investori zaplatiť za korunu vlastného kapitálu spoločnosti, ktorá je emitentom daných akcií. Nevýhodou tohto ukazovateľa je fakt, že na základe P/BV ratio nie je vhodné porovnávať podobné spoločnosti v iných krajinách kvôli používaniu rôznych účtovných metodík.

P/S ratio

„Price sales ratio“ je ukazovateľ, ktorý vyjadruje pomer ceny akcie a tržieb na danú akciu. Podobne ako to bolo u predchádzajúcich ukazovateľov, tak P/S ratio udáva koľko korún sú investori ochotní zaplatiť za korunu tržieb spoločnosti.²⁹

²⁸ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 256-258.

²⁹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. s. 354-355.

Bilančné modely

Bilančné modely operujú s údajmi z rozvahy a rôznorodými spôsobmi oceňujú jednotlivé položky aktív a pasív daného podniku. Hlavným cieľom týchto modelov je oceniť podnik a stanoviť tržnú hodnotu jeho emitovaných (kmeňových) akcií. Existuje niekoľko prístupov bilančných metód na určenie vnútorných hodnôt akcií, ktoré sa navzájom líšia veličinou, z ktorej vychádzajú. Tými bývajú:

- Nominálna hodnota akcie
- Účtovná hodnota akcie
- Substančná hodnota akcie
- Likvidačná hodnota akcie
- Reprodukčná hodnota akcie
- Substitučná hodnota akcie³⁰

Finančná analýza podniku

Uskutočnenie finančnej analýzy v rámci fundamentálnej analýzy je jeden z najvýznamnejších spôsobov určenia finančného hospodárenia skúmaných spoločností za pomoci určitých postupov. Finančná analýza vychádza z historických dát, na základe ktorých dokáže určiť vývojové trendy spoločnosti, ale i jej silné stránky popri prípade poruchy v hospodárení. Toto je uskutočňované za pomoci finančných ukazovateľov s určitou výpovednou schopnosťou. Výhodou finančnej analýzy je, že nemá danú záväznú metodiku jej tvorby, vďaka čomu si ju môžu analytici prispôbiť podľa toho, komu má slúžiť. Ide napríklad o akcionárov, management spoločnosti, potenciálnych investorov a radu ďalších.

Za najvýznamnejší zdroj používaný pri vypracovávaní finančnej analýzy je súvaha a výkaz zisku a strát skúmanej spoločnosti. Súvaha alebo taktiež nazývaná bilancia, dáva prehľad o majetku spoločnosti a zdrojoch jeho krytia. Cieľom je zachytiť stav finančnej situácie k určitému dátumu a preto ide o zobrazenie tzv. stavových veličín. V prípade výkazu zisku a strát ide o prehľad nákladov, výnosov a výsledku hospodárenia spoločnosti vypracovávaný za každý hospodársky rok zobrazujúci, na rozdiel od rozvahy, veličiny tokové.

³⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 264-265.

Metódy, ktorými sa finančná analýza realizuje je možné členiť podľa rôznych hľadísk, ale pri stanovovaní vnútorných hodnôt akcií sú používané najmä tieto:

- *Horizontálna a vertikálna analýza*
- *Analýza pomerových ukazovateľov*
- *Bonitné modely*
- *Bankrotné modely*
- *Metódy medzipodnikového porovnávania a iné*

Menované metódy sami o sebe nedokážu priamo určiť vnútorné hodnoty akcií, tak ako je to v prípade metód diskontovaných peňažných tokov, resp. majetkových metód. Naopak, tieto metódy umožňujú predikovanie očakávanej výnosnosti, resp. rizikovosť spoločností, ktoré analytik podrobuje analýze.³¹

Horizontálna a vertikálna analýza

Horizontálna analýza sleduje vývoj určitej veličiny v čase, väčšinou vo vzťahu k minulým účtovným obdobiam. Pre kvantifikovanie medziročných zmien môžeme použiť indexy alebo diferencie. Indexy určujú o koľko percent sa zmenili jednotlivé položky oproti minulému roku a naopak diferencie (rozdiely) určujú o koľko sa zmenili jednotlivé položky v absolútnych číslach.

Vertikálna analýza skúma štruktúru finančného výkazu, ktorá sa vzťahuje k určitej veličine, pričom najčastejšie k celkovej bilančnej sume. To znamená, že vertikálna analýza určuje z koľkých percent sa jednotlivé položky podieľajú napr. na celkovej bilančnej sume, ktorú chápeme ako sumu všetkých položiek daného účtovného výkazu.³² Túto metódu je možné použiť i pri porovnávaní účtovných výkazov analyzovanej spoločnosti v dlhšom časovom rozmedzí a pri vzájomnom porovnávaní s ostatnými spoločnosťami v danom obore.³³

³¹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 269-269.

³² KISLINGEROVÁ E. a J. HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. s. 9-15.

³³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 270.

Analýza pomerových ukazovateľov³⁴

Táto analýza používa finančné pomerové ukazovatele, ktoré sú vytvárané za určitým účelom a vznikajú vzájomným vydelením vybraných položiek z finančných výkazov podniku. Pomerové ukazovatele najčastejšie členíme podľa oblastí finančného hospodárenia spoločnosti a radíme ich na nasledujúce skupiny ukazovateľov:

- Ukazovatele rentability
- Ukazovatele zadlženosti
- Ukazovatele likvidity
- Ukazovatele aktivity
- Ukazovatele tržnej hodnoty podniku

Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability patria medzi najsledovanejšie pomerové ukazovatele sledované akcionármi, ale i potenciálnymi investormi. Tieto ukazovatele informujú o efekte dosiahnutého vloženým kapitálom, teda merajú úspešnosť podniku tým, že porovnávajú zisk s ukazovateľom, ktorý vypovedá o prostriedkoch potrebných na jeho dosiahnutie. Ukazovatele rentability, ktoré patria medzi najvýznamnejšie pri určovaní vnútornej hodnoty akcie sú:

- **ROA (Ukazovateľ rentability celkových aktív)**

Ukazovateľ rentability celkových aktív patrí medzi kľúčové sledované ukazovatele a predstavuje čistú výnosnosť celkových aktív podniku. Čím je hodnota vyššia, tým je situácia pre analyzovanú spoločnosť priaznivejšia. Prvou možnosťou vyjadrenia hodnoty ukazovateľa je podeliť čistý zisk po zdanení (EAT) celkovými aktívami. Táto hodnota slúži investorom porovnávajúcim akciové tituly rôznych spoločností v rôznych krajinách. Druhá možnosť je podeliť zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT) celkovými aktívami a je používaná najmä pri uskutočňovaní komplexnej fundamentálnej analýzy keď investor zvažuje priamu investíciu do podniku.

³⁴ Spracované podľa REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 270-290.

○ **ROE (Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu)**

„Ukazovateľ ROE udáva, koľko peňažných jednotiek čistého zisku pripadá na jednu peňažnú jednotku vloženú do podniku jeho vlastníkmi.“³⁵ Z toho vyplýva, že tento ukazovateľ vypočítame ako podiel EAT a vlastného kapitálu. Vypočítaná hodnota by mala byť vyššia ako výnosnosť štátnych dlhopisov a tiež ako výsledná hodnota ukazovateľa ROA.

Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti popisujú vzťah medzi cudzími a vlastnými zdrojmi danej spoločnosti a teda informujú o veľkosti podielu dlhov na celkových aktívach. S narastajúcou mierou zadlženosti, narastá obťažnosť získať cudzí kapitál a následne si stávajúci a potenciálni investori kalkulujú vyššiu prémii za riziko. S tým súvisí i zvýšenie požadovanej výnosnosti a súčasné zníženie vnútornej hodnoty emitovaných kmeňových akcií. Medzi ukazovatele zadlženosti patrí najmä **ukazovateľ celkovej zadlženosti** (cudzí kapitál/celkové aktíva), **ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu** (cudzí kapitál/vlastný kapitál), **ukazovateľ miery samofinancovania** (vlastný kapitál/celkové aktíva) a **ukazovateľ úrokového krytia** (EBIT/úrokové náklady).

Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity hodnotia schopnosť analyzovanej spoločnosti hrať svoje splatné (krátkodobé) záväzky. Tieto ukazovatele nie sú vo veľkej miere pre potenciálnych investorov významné, avšak pri krátkodobých investíciách je k nim prihliadnuté. Medzi ukazovatele likvidity patrí v prvom rade **ukazovateľ celkovej likvidity**, ktorý stanovíme ako pomer obežných aktív spoločnosti k jej krátkodobým záväzkom a hodnota znamená koľkokrát spoločnosť uspokojí veriteľov ak by premenila obežné aktíva za hotovosť. Hodnota by sa mala pohybovať v rozmedzí 1,5 až 2,5. Ďalej je to **ukazovateľ pohotovej likvidity**, ktorý meria hodnotu podobne ako ukazovateľ celkovej likvidity s tým rozdielom, že od obežných aktív odpočíta zásoby. Hodnota v tomto prípade by sa mala pohybovať od 1 do 1,5. Posledný ukazovateľ je **ukazovateľ okamžitej likvidity**. Ten odzrkadľuje pokrytie krátkodobých záväzkov spoločnosti jej krátkodobým finančným majetkom a hodnota by mala byť vyššia ako 0,2.

³⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 272.

Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity alebo nazývané i ukazovatele riadenia aktív merajú efektívnosť hospodárenia s aktívami spoločnosti. Ak je aktív priveľa, tak vznikajú zbytočné náklady a naopak ak je aktív málo, má nedostatočné výrobné kapacity, kvôli čomu prichádza o možné zisky. Pri používaní týchto ukazovateľov je nutné zdôrazniť, že množstvo aktív sa mení v závislosti od odvetvia podnikania. Najvýznamnejšie ukazovatele sú **ukazovateľ obratu celkových aktív** (tržby/celkové aktíva) s odporúčanými hodnotami 1,6 až 2,9 a **ukazovateľ obratu stálych aktív** (tržby/stále aktíva v zostatkových cenách), ktorý meria efektívnosť využívania budov, strojov, zariadení a iných stálych aktív.

Ukazovatele tržnej hodnoty podniku

Ukazovatele tržnej hodnoty podniku, nazývané tiež „ukazovatele kapitálového trhu,“ vyjadrujú ako je trhom hodnotená doterajšia činnosť spoločnosti a jej budúci predpoklad úspešnosti. Tieto ukazovatele sú využívané len u burzovne kótovaných spoločností, pretože okrem účtovných údajov, obsahujú i údaje, ktoré vznikajú len na akciových burzách. Najvýznamnejšie ukazovatele tržnej hodnoty podniku sú:

- **Ukazovateľ čistého zisku na akciu (earnings per share – EPS)**

Tento ukazovateľ je považovaný za kľúčový pri analyzovaní akciových spoločností, pretože dokáže vypovedať o finančnej situácii danej spoločnosti a vyjadruje koľko čistého zisku pripadá na jednu akciu z čoho vyplýva nasledujúci výpočet:

$$\text{EPS} = \frac{\text{EAT} - \text{Dividendy, ktoré pripadajú na prioritné akcie}}{\text{Počet emitovaných akcií}}$$

EPS je ukazovateľ, ktorý sa vzťahuje len k vydaným kmeňovým akciám a preto sú v čitateli od čistého zisku odpočítané dividendy, ktoré pripadajú na prioritné akcie. Z tohto dôvodu menovateľ zahrňuje len „splatené“ kmeňové akcie.

- **Ukazovateľ „Price earnings ratio“ (P/E)**

Ako bolo spomínané v predchádzajúcej kapitole, tak tento pomerový ukazovateľ patrí medzi najsledovanejšie a najvýznamnejšie pri hodnotení akciových spoločností a vypovedá o tom, koľko peňažných jednotiek sú ochotní investori platiť za jednu

peňažnú jednotku zisku, ktorý pripadá na predmetnú akciu. P/E definujeme ako pomer tržnej ceny kmeňovej akcie a ukazovateľa čistého zisku na akciu. Výpočet má teda nasledujúcu podobu:

$$P/E = \frac{\text{Trhová cena akcie}}{\text{EPS}}$$

„Price earnings ratio“ je pravidelne zverejňovaný vo výsledkoch burzového obchodovania, no je potreba brať zreteľ na použité faktory pri výpočte, ktoré by mohli jeho hodnotu skresliť. Ide napríklad o rôzne použité účtovné metódy, ktoré sa vo všeobecnosti líšia v jednotlivých krajinách, ďalej jednorazové obchodné a finančné operácie, ktoré vo výraznej miere ovplyvňujú zisk a v neposlednej rade i aktuálne údaje dosadzované do vzorca P/E. Prijateľná hodnota tohto ukazovateľa sa pohybuje v intervale od 8 po 12 a pri akciách perspektívnych spoločností to môže byť až 15. V bežnej praxi sa ale môžeme stretnúť i s vyššími hodnotami „price earnings ratio“.

Ukazovateľov tržnej hodnoty existuje ešte celá rada, ako ďalšie môžeme spomenúť **ukazovateľ ziskovej výnosnosti (E/P)**, ktorý vyjadruje ziskovosť investormi vloženého kapitálu, **ukazovateľ dividendy na akciu (DPS)** umožňujúci výpočet veľkosti dividendy pripadajúcej na kmeňovú akciu, **účtová hodnota akcie (BV)** ďalej **hodnota pridaná trhom (MVA)**, ktorá informuje o tom, o koľko sa líši kurz akcie od jej účtovnej hodnoty a mnoho ďalších.

Bonitné modely

Základom bonitných modelov je, že umožňujú priradzovať analyzovanej spoločnosti jeden výsledný hodnotiaci koeficient, ktorý na základe účelovo uskutočneného výberu finančných ukazovateľov dokáže odpovedať na otázku kvality danej spoločnosti. Medzi najznámejšie bonitné modely patrí **rýchly test** a **index bonity**.

Bankrotné modely

Bankrotné modely sú schopné svojim užívateľom podať informáciu, či danému podniku v blízkej budúcnosti hrozí bankrot. Rozdiel medzi bonitnými a bankrotnými modelmi spočíva v tom, že bonitné modely sú skôr teoretické, no bankrotné modely sú vytvárané

na základe skutočných dát v minulosti zbankrotovaných firiem a porovnávané s údajmi prosperujúcich podnikov. Výsledkom je tzv. hodnotiaci koeficient, vďaka ktorému môžeme určiť mieru ohrozenia daného podniku bankrotom. Medzi najznámejšie a najpoužívanejšie bankrotné modely patrí Altmanov a Taflerov bankrotný model.

Altmanove bankrotné modely

Tieto modely sa označujú tiež pojmom „Z-score“ a ich výsledkom je tzv. Altmanov koeficient bankrotu, ktorého hodnota sa vypočíta dosadením piatich finančných ukazovateľov do rovníc nazývaných rovnicami dôveryhodnosti. V praxi sú používané dva typy týchto bankrotných modelov, z ktorých prvý sa zameriava na akciové spoločnosti s akciami kótovanými na verejných organizovaných trhoch a druhý sa naopak zameriava na spoločnosti, ktorých akcie sa neobchodujú na týchto trhoch alebo nie sú akciovou spoločnosťou.

Altmanov koeficient bankrotu pre akciové spoločnosti, ktorých akcie sú obchodované na verejných organizovaných trhoch je najpoužívanejší a najvýznamnejší Altmanov bankrotný model, ktorý má nasledujúcu podobu:

$$\mathbf{Z\text{-score} = 1,2 \cdot x_1 + 1,4 \cdot x_2 + 3,3 \cdot x_3 + 0,6 \cdot x_4 + 1,0 \cdot x_5}$$

Pričom dosadzovanými premennými sú tieto pomerové ukazovatele:

x_1 = čistý pracovný kapitál/celkové aktíva

x_2 = zisk po zdanení/celkové aktíva

x_3 = zisk pred zdanením a úrokmi/celkové aktíva

x_4 = trhovú hodnotu vlastného kapitálu/celkové dlhy

x_5 = celkové tržby/celkové aktíva

Ak je hodnota „Z-score“ väčšia ako **2,99**, tak analyzovanú spoločnosť môžeme považovať za finančne zdravú a teda potenciálny investor môže premýšľať nad dlhodobou investíciou do danej spoločnosti

V prípade, ak je hodnota „Z-score“ nižšia ako **1,81**, tak spoločnosti hrozí v blízkej budúcnosti bankrot a teda investor by mal začať uvažovať o predaji všetkých vydaných akcií tejto spoločnosti, kým majú ešte nejakú tržnú cenu.

Ak sa vypočítaná hodnota „Z-score“ nachádza v intervale týchto dvoch hodnôt (interval je odborné nazývaný tzv. šedou zónou), teda medzi **1,81 až 2,99** nie je možné predikovať budúci vývoj finančnej situácie analyzovanej spoločnosti a investor, ktorý vlastní takéto cenné papiere podstupuje určité riziko.

3.3 Zlato, vývoj ceny a faktory, ktoré ju ovplyvňujú

Táto podkapitola je rozdelená na niekoľko častí, z čoho v prvej je charakteristika zlata ako investičného prostriedku, ďalej krátky prehľad udalostí a faktorov, ktoré ovplyvnili cenu zlata počas roku 2016 a vývoj od roku 1970 a vymedzenie faktorov, ktoré majú vplyv na zmenu ceny zlata, ktorá následne ovplyvňuje i tržné ceny akcií spoločností ťažiacie zlato.

3.3.1 Charakteristika zlata ako investičného prostriedku

Keďže zlato v súčasnosti už nehrá rolu platobného prostriedku, tak i napriek tomu, získava na svojom význame vo svete, či už v šperkárstve, technológiách, ako investičný prostriedok a pod. Zlato disponuje niekoľkými vlastnosťami, ktorými sa stáva nenahraditeľným a preto čoraz viac investorov zakomponováva do svojho portfólia práve investičné zlato. Je totiž nositeľom a uchovávateľom hodnoty.

Investičné zlato môže nadobúdať rôznych podôb, pričom najznámejšie sú **zlaté investičné zliatky** a **zlaté investičné mince**. Investičné zliatky sú razené od hmotnosti jedného gramu až po niekoľko kilogramové zliatky. Čo sa týka zlatých investičných mincí, tak tie sa delia na zberateľské s vyššou zberateľskou hodnotou a klasické investičné mince, ktoré môžeme vidieť väčšinou o hmotnosti jednej trójskej unce.³⁶

3.3.2 Investičné inštrumenty, ktorých podkladové aktívum je zlato

Na finančnom trhu v dnešnej dobe existuje nekonečná škála investičných inštrumentov, do ktorých je možné investovať. Jedným z nich sú aj cenné papiere, ktorých podkladové aktívum je fyzické zlato. Ide teda o investície do zlata, ktoré ale fyzicky nie je vlastnené.

³⁶ Trójska unca zlata – 31,104g (1 Oz)

Môže ísť o majetok v investičných či podielových fondoch, termínové derivátové inštrumenty ako napríklad zlaté futures či zlaté opcie alebo rôzne štruktúrované produkty.³⁷ Špeciálnym prípadom sú akcie spoločností ťažiac zlatom, pretože zlato nie je podkladovým aktívom tohto cenného papiera, ale investícia s ním bezprostredne súvisí. V nasledujúcich riadkoch je charakteristika niektorých vybraných investičných inštrumentov, ktoré súvisia so zlatom ako takým.

Zlaté futures – zlaté futures sú štandardizované burzovo obchodované kontrakty, v ktorých kupujúci tohto kontraktu súhlasí s prevzatím od predajcu určité množstvo zlata za vopred stanovenú cenu v budúcom termíne dodania. Spotrebitelia a producenti takto môžu riadiť riziko spojené s pohybom ceny prostredníctvom nákupu a predaja zlatých futures. Zlaté futures tiež vyhľadávajú špekulanti na trhu, ktorí tieto inštrumenty kupujú vtedy, ak predpokladajú, že cena zlata bude stúpať a naopak predávajú, keď si myslia, že cena zlata bude klesať. Zlaté futures je možné obchodovať na New York Mercantile Exchange (NYMEX) a Tokyo Commodity Exchange (TOCOM).³⁸

Zlaté opcie – zlaté opcie sú opčné kontrakty, ktorých podkladové aktívum sú zlaté futures kontrakty. Držiteľ zlatej opcie má právo (ale nie povinnosť) prevziať dlhú pozíciu v prípade call opcie alebo krátku pozíciu v prípade put opcie daného zlatého futures za predom dohodnutú cenu. Toto právo zanikne po uplynutí doby platnosti opcie. Rovnako ako u zlatých futures, tak aj tieto opčné kontrakty sú dostupné na vyššie zmieňovaných burzách, teda NYMEX a TOCOM.³⁹

Akcie spoločností ťažiac zlatom – Investori, ktorí si uvedomujú hodnotu zlata a veria v rast jeho ceny by mali uvažovať nad investíciou práve do akcií spoločností, ktoré tento žltý kov ťažia. Oproti zlatu sú ale vysoko volatilné, no na druhej strane prinášajú bežný zisk, teda dividendy a kapitálový zisk, ktorý vyplýva z predpokladaného rastu resp. poklesu kurzov akcií. Dokonca pri raste ceny zlata, akcie týchto spoločností rastú niekoľkonásobne. Na nešťastie táto zákonitosť platí i v opačnom prípade, teda pri poklese ceny zlata, tieto akcie klesnú výraznejšie. Investovanie do akciových titulov spoločností

³⁷ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. s. 472-474.

³⁸ THE OPTIONS GUIDE, Gold Futures Trading Basics. *theoptionguide.com* [online].

³⁹ THE OPTIONS GUIDE, Gold Options Explained. *theoptionguide.com* [online].

ťažiacich zlato je predmetom tejto diplomovej práce a preto v nasledujúcich častiach bude ešte dostatok priestoru pre podrobnejšiu charakteristiku.

Na záver je ešte treba podotknúť, že investori, ktorí obchodujú so zlatými opciami, futures či inými investičnými inštrumentami, ktorých podkladové aktívum je zlato, by mali mať na vedomí, že v podstate žiadne skutočné dodanie zlata nebude možné z jedného jednoduchého hľadiska – je ho málo. Dokonca sa môže stať, že sa zmenia pravidlá a povinnosť dostať záväzku k dňu plnenia bude zrušená. Z tohto dôvodu je lepšie investovať priamo do fyzického zlata alebo akcií spoločností ťažiacich zlato prinášajúce i výnos kapitálový, ako do tzv. „zlatých cenných papierov“.⁴⁰

3.3.3 Vývoj ceny zlata v roku 2016

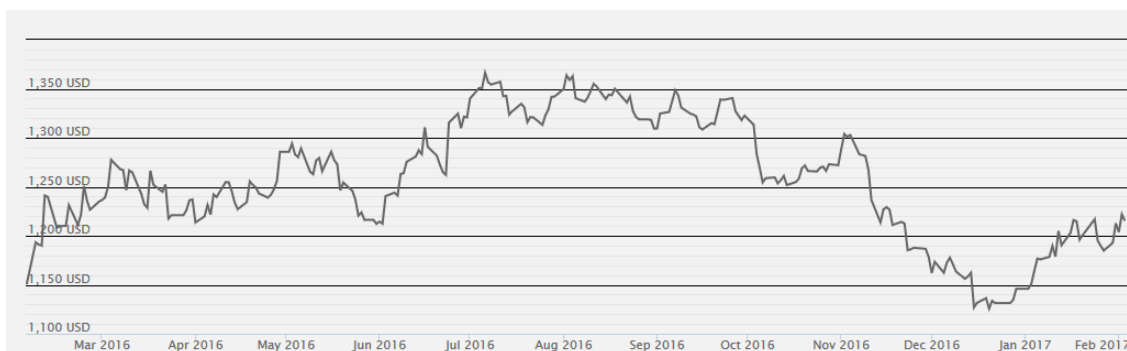
Udalosti v roku 2016 spôsobili výraznú volatilitu ceny zlata, ktorá sa pohybovala od hodnôt 1050 USD až do 1370 USD za jednu uncu zlata. Začiatok roku 2016 predvídala pre zlato rastový rok. Čínske trhy strácali, čo malo za dôsledok oslabenie európskych a amerických akcií. Cena zlata začala vzápätí rásť. Ďalšou významnou udalosťou bolo júnové britské referendum v ktorom Briti hlasovali za „brexit“⁴¹ a rozhodli sa tak odísť z EÚ. Toto znamenalo negatívny vplyv pre libru, ropu a akcie, naopak zlato sa po tejto udalosti „vyšplhalo“ až na 1362 USD/1Oz. Poslednou významnou udalosťou pre vývoj ceny zlata boli novembrové americké voľby. Zvolenie Donalda Trumpa malo opäť negatívny účinok na akciové trhy, ale i americký dolár. Pre zlato to znamenalo nárast ceny o 5% na hodnotu 1338 USD/1Oz. Na konci roku 2016 bola cena zlata na úrovni 1146 USD/1Oz a predpokladá sa, že rok 2017 bude pre zlato opäť rastovým rokom.⁴²

Na nasledujúcom grafe je znázornený vývoj ceny zlata od januára 2016 až po začiatok roku 2017, kde je možné vidieť spomínaný výrazný rast ceny v júni a novembri a začiatok roku 2017, ktorý predvída pozitívny výhľad pre rast ceny tohto drahého kovu.

⁴⁰ BOCKER, J.H. *Svoboda jménom zlato*. s. 70.

⁴¹ Brexit – Ukončenie členstva Spojeného kráľovstva v Európskej únii (z ang. British exit)

⁴² LINK HOLDIND., analýza trhu. *zlataky.cz* [online].



Graf 1 Cena zlata v USD za jednu trójsku uncu v roku 2016

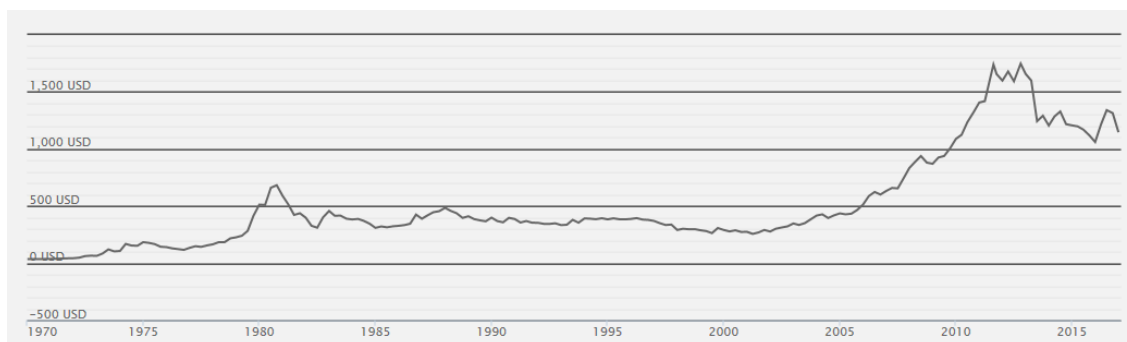
(Zdroj: World Gold Council, Interactive gold price chart. *gold.org*)

3.3.4 Historický vývoj ceny zlata od roku 1970

Cena zlata počas prvej polovice 20. storočia bola takmer konštantná iba s nepatrnými ročnými zmenami a pohybovala sa okolo 30 dolárov za jednu uncu zlata. Tento stav vydržal až do roku 1971, kedy v auguste toho roku americký prezident Richard Nixon zrušil tzv. Zlatý štandard. Od tejto udalosti dolár nebol krytý zlatom a jeho hodnota začala klesať, a cena zlata naopak stúpať. Na konci 70-tych rokov sa zlato vyšplhalo až na 850 USD/Oz v dôsledku rastu ceny ropy a nepokojom na Blízkom Východe. Po tomto rapídnom raste sa zlato opäť zostabilizovalo na hranici okolo 300 USD/Oz. Po udalostiach ako teroristické útoky, zvyšujúca sa inflácia, hypotekárna kríza v Amerike a následne finančná kríza v roku 2008 začalo zlato výrazne rásť. Svojho maxima dosiahlo v septembri roku 2011, kedy je ho cena bola až 1895 USD/Oz. Od tejto doby mierne klesá s malými odchýlkami vďaka apreciácii dolára, znižovaniu inflácie a zlepšeniu ekonomickej situácie.⁴³

Na grafe je znázornený vývoj ceny zlata od roku 1970 až po súčasnosť na ktorom vidíme spomínané výrazné stúpania v roku 1980 a v roku 2011.

⁴³ ABOUT, INC., Gold Price History from 30 B.C. to Taday. *thebalance.com* [online].



Graf 2 Cena zlata v USD za jednu trójsku uncu od roku 1970 až po súčasnosť

(Zdroj: World Gold Council, Interactive gold price chart. *gold.org*)

3.3.5 Faktory ovplyvňujúce cenu zlata

Cenu zlata v súčasnosti najviac ovplyvňujú makroekonomické faktory ako napr. hrubý domáci produkt, inflácia, úrokové sadzby, hodnota amerického dolára, ďalej významné udalosti v jednotlivých štátoch, produkcia zlata, ponuka a dopyt a mnoho ďalších kvantifikovateľných i nekvantifikovateľných faktorov. Tieto činitele ovplyvňujúce cenu zlata následne ovplyvňujú i kurzy akcií spoločností ťažiacich zlato a preto sú pre túto diplomovú prácu dôležitou časťou. Nasleduje vymedzenie základných faktorov, ktoré ovplyvňujú cenu tohto žltého kovu.

Hospodárska kríza

V prvom rade je cena zlata ovplyvňovaná hospodárskou krízou, ktorá sa vyznačuje znižovaním hrubého domáceho produktu, poklesom inflácie, zvýšenou nezamestnanosťou a rady ďalších faktorov. V časoch, keď je ekonomická situácia nepriaznivá a väčšina investícií prináša nízke alebo žiadne výnosy, majú ľudia tendenciu vkladať svoje peniaze do zlata, pretože je známe ako tzv. „bezpečné útočisko“ počas neistých časov. Keď očakávané alebo aktuálne výnosy z dlhopisov, akcií či nehnuteľností klesajú, zvyšuje sa záujem o investovanie do zlata, čo následne zvyšuje jeho cenu. Dá sa tiež použiť ako poistka proti devalvácii meny, inflácii či deflácii.⁴⁴

⁴⁴ INVESTOPEDIA, What Drives The Price Of Gold?. *investopedia.com* [online].

Inflácia

Veľmi významným faktorom ovplyvňujúcim cenu zlata je inflácia, teda rastúca cena tovaru a služieb. Zvyšujúca sa miera inflácie má tendenciu zvyšovať cenu zlata, zatiaľ čo znižujúca sa inflácia alebo deflácia tlačí ceny zlata na dol. Inflácia je skoro vždy prejavom hospodárskeho rastu a expanzie, kedy vlády uplatňujú politiku kvantitatívneho uvoľňovania „tlačení“ papierových peňazí. Vo všeobecnosti kvantitatívne uvoľňovanie vedie k rýchlemu rastu peňažnej zásoby, čo je pozitívnym faktorom pre ceny fyzického zlata.⁴⁵ V prípade nízkej inflácie alebo deflácie sa cena zlata sa znižuje, ale nie tak výraznou mierou. Vo väčšine sa to prejavilo tak, že ceny životne dôležitého tovaru klesli napr. o 80%, zatiaľ čo cena zlata len o 20%. Z toho vyplýva, že cena zlata stráca omnoho pomalšie ako ostatný tovar.⁴⁶

Úrokové sadzby

Zlato nie je nijak úročené, tak ako je to napríklad v prípade štátnych dlhopisov alebo sporiacich účtov. Na druhej strane, súčasné ceny zlata častokrát odrážajú nárast alebo pokles úrokových sadzieb. Keď sa úrokové sadzby zvyšujú, tak cena zlata sa môže mierne znížiť a to z dôvodu predaja tohto žltého kovu a premiestnenia voľných finančných prostriedkov do iných výnosnejších investičných príležitostí. Akonáhle sa úrokové sadzby začnú znižovať, opäť je tu priestor pre zvyšovanie ceny zlata a to z dôvodu nižších oportunitných nákladov z držania zlata v porovnaní s inými investíciami. Z uvedeného vyplýva, že nízke úrokové sadzby prispievajú k väčšej atraktivite fyzického zlata.⁴⁷ V prospech zlata poukazuje i nasledujúce tvrdenie profesora Hansa J. Bockera: „*Práve to, že zlato neprináša úrok, je jeho najväčšou výhodou a hlavnou prednosťou.*“⁴⁸ Je tomu tak preto, lebo zlato negeneruje žiadne priamo zdaniteľné príjmy a jeho sila spočíva v uchovávaní hodnoty.

Sila amerického dolára

Americký dolár je stále svetovou dominantnou rezervnou menou, čo z neho robí „hlavnú“ menu v medzinárodnom obchode. Ropa, zlato a takmer všetky dôležité suroviny sa kótujú

⁴⁵ THE MOTLEY FOOL, 7 Common Factors That Influence Gold Prices. *fool.com* [online].

⁴⁶ BOCKER, J.H. *Svoboda jménem zlato*. s. 31.

⁴⁷ SCOTTSDALE BULLION & COIN, How These 10 Factors Influence Gold Prices. *sbcgol.com* [online].

⁴⁸ BOCKER, J.H. *Svoboda jménem zlato*. s. 25.

a oceňujú v dolároch. Cena zlata a sila amerického dolára majú jasný inverzný vzťah, čo znamená, že keď je dolár silný, zlato slabne a naopak.⁴⁹ Je to preto, že ľudia majú tendenciu investovať a obchodovať v dolároch vtedy, keď je silný. V časoch hospodárskych neistôt a keď je dolár slabý, ľudia radšej preferujú investovanie do zlata a investičných ekvivalentov s ním spojených.⁵⁰ Vzťah medzi dolárom a zlatom opäť ilustruje profesor Hans J. Bocker vo svojej knihe Svoboda jménem zlato nasledovne: „Čím viac je cena zlata umelo stlačovaná pod hladinu, tým väčší protitlak vytvára. Ten sa dá prirovnať k silnej, špirálovitej a dlhodobo stlačovanej pružine. Akonáhle tlak povolí, pružina sa skokom rozopne a cena zlata vyletí nahor. Opačkom tejto pružiny je dolár, pretože jeho pružina sa musí naťahovať silou. Je to vyvolané umelým nadhodnocovaním. Raz sa ale táto pružina zmrští na svoju prirodzenú dĺžku (resp. krátkosť).“⁵¹

Produkcja zlata

Svetová produkcia zlata je dôležitým faktorom ceny zlata. Príliš veľká produkcia zvyšuje ponuku a teda jeho cena má tak tendenciu k znižovaniu. K svetovej produkcii zlata v súčasnosti prispievajú tieto hlavné hráči: Čína, Južná Afrika, Spojené štáty americké, Kanada, Austrália, Ruská Federácia a Peru. Podrobnejšia analýza produkcie zlata bude opísaná v praktickej časti v kapitole, ktorá sa bude zaoberať analýzou súčasného stavu zlata ťažiacieho priemyslu.⁵²

Dopyt a ponuka zlata

Zlato je ovplyvnené, tak ako je to pri ostatných komoditách, silami ponuky a dopytu. Zvýšeným dopytom po zlate sa jeho cena zvýši a to isté platí i v opačnom prípade. Zlato je významný kov, ktorý dnes slúži pri výrobe šperkov, ako ochrana ekonomického zdravia štátov, ako investičný prostriedok, ale nájdeme ho i v telefónoch či v špičkových lekárskech zariadeniach. V tabuľke je možné vidieť celkovú ponuku zlata a celkový dopyt po zlate odlišujúc sa podľa rokov a následné rozdelenie celkovej hodnoty do jednotlivých segmentov. Dopyt po zlate je rozdelený na tieto segmenty: Š (šperkárstvo),

⁴⁹ SCOTTSDALE BULLION & COIN, How These 10 Factors Influence Gold Prices. *sbcgol.com* [online].

⁵⁰ INVESTOPEDIA, What Drives The Price Of Gold?. *investopedia.com* [online].

⁵¹ BOCKER, J.H. *Svoboda jménem zlato*. s. 68.

⁵² VALUEWALK, Major Factors That Influence Gold Prices. *valuwalk.com* [online].

I (investície - zahrňuje zlaté mince, zliatky, medaily a iné investičné produkty), **T** (technológie - zahrňuje elektroniku, zubné lekárstvo a iné), **C** (centrálne banky a iné inštitúcie). Čo sa týka ponuky zlata, tak od produkcie sa odlišuje tým, že zahrňuje v sebe nie len zlato vyťažené, ale i zlato recyklované, teda skratka **V** znamená vyťažené zlato a **R** zlato recyklované.

Tabuľka 1 Dopyt a ponuka zlata v rokoch 2012 – 2016 v tonách

(Vlastné spracovanie na základe *gold.org*)⁵³

	DOPYT					PONUKA		
	Celkový dopyt	Š	I	T	C	Celková ponuka	V	R
2012	4687 t	2132 t	1608 t	380 t	567 t	4556 t	2870 t	1686 t
2013	4454 t	2681 t	793 t	356 t	624 t	4311 t	3048 t	1263 t
2014	4269 t	2480 t	858 t	350 t	581 t	4451 t	3258 t	1193 t
2015	4216 t	2389 t	918 t	332 t	577 t	4363 t	3246 t	1117 t
2016	4309 t	2042 t	1560 t	323 t	384 t	4571 t	3264 t	1307 t

Z tabuľky vyplýva, že do roku 2014 dopyt prevyšoval ponuku, čo bolo tiež jedným z dôvodov rastúcej ceny zlata. Od toho roku nastal ale zvrät, a naopak ponuka prevyšuje dopyt. Zmeny dopytovaného množstva jednotlivých segmentov môžeme vidieť napríklad v investičnej sfére, ktoré od roku 2013 výrazne stúpa. Naopak v minulom roku sme zaznamenali pokles dopytovaného množstva zlata v oblasti šperkárstva, ďalej zo strany centrálnych bánk a ostatných inštitúcií a minimálny pokles i v oblasti technológií. V prípade dopytu zlata nie je možné určiť jednoznačný klesajúci, resp. rastúci trend čo je možné vidieť i v tabuľke. Čo sa týka celkovej ponuky zlata, tak tiež každoročne kolíše, čo spôsobujú zmeny v množstve vyťaženého zlata a množstve zlata recyklovaného.

⁵³ WORLD GOLD COUNCIL, Interactive Gold Market Charting. *gold.org* [online].

4 PRVOTNÝ VÝBER SPOLOČNOSTÍ NA ZÁKLADE ZVOLENÝCH KRITÉRIÍ

V nasledujúcej kapitole bude uskutočnený výber piatich spoločností ťažiacich zlato podľa zvolených kritérií, na základe ktorých bude uskutočnená analýza makroekonomického prostredia, v ktorom tieto spoločnosti pôsobia a samotná analýza jednotlivých spoločností zahrňujúca vývoj podnikových ukazovateľov a vývoj tržnej ceny emitovaných akcií vo vybranom časovom intervale.

4.1 Spoločnosti ťažiacie zlato

V súčasnosti existuje viac ako 200 spoločností, ktorých predmetom podnikania je ťažba zlata. Pôsobia na všetkých kontinentoch sveta okrem Antarktídy a líšia sa mnohými faktormi, či už miestom pôsobenia, rozsahom ťažby, právnou formou, organizačnou štruktúrou a mnoho ďalších faktorov. V nasledujúcej tabuľke je zoznam 20 najväčších spoločností ťažiacich zlato zoradené zostupne podľa veľkosti trhovej kapitalizácie ku dňu 28.2.2017.

Tabuľka 2 Spoločnosti ťažiacie zlato zoradené podľa veľkosti trhovej kapitalizácie⁵⁴

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *miningfeeds.com* a *google.com/finance*)

Spoločnosť	Trhová kapitalizácia [mil. USD]	Spoločnosť	Trhová kapitalizácia [mil. USD]
Barrick Gold Corp.	22040,0	Yamaha Gold, Inc.	2578,9
Newmont Mining Corp.	18040,0	Centamin Egypt, Inc.	2484,6
Goldcorp Inc.	13680,0	Gold Fields Ltd.	2440,0
Newcrest Mining Ltd.	13016,8	Endeavour Mining Corp.	2260,0
Fresnillo Plc	10880,0	Eldorado Gold Corp.	2252,8
Agnico-Eagle Mines Ltd.	9550,0	Detour Gold Corp.	2108,6
AngloGold Ashanti Ltd.	4593,0	Alamos Gold Inc.	1949,3
Kinross Gold Corp.	4470,0	IAMGOLD Corp.	1782,5
Royal Gold, Inc.	4330,0	Pretium Resources Inc.	1760,0
B2gold Corp.	2889,9	OceanaGold Corp.	1729,4
Evolution Mining Ltd.	2786,0	Centerra Gold Inc.	1680,5

⁵⁴ MINING FEEDS, Gold Mining Companies Listed in All Countries. *miningfeeds.com* [online].

4.2 Kritéria výberu spoločností

Výber spoločností ťažiacich zlato, ktoré budú podrobené následnej analýze je určený dvomi základnými kritériami, ktoré odpovedajú štatútu hedgeového fondu, pre ktorý je navrhovaný najlepší variant investície do týchto spoločností. Ide o tieto nasledujúce kritéria:

- **Veľkosť trhovej kapitalizácie** – prvým kritériom pre výber spoločností je aktuálna veľkosť trhovej kapitalizácie. Po zoradení spoločností podľa veľkosti tohto ukazovateľa z predchádzajúcej tabuľky musí byť zároveň splnená i podmienka nasledujúca. Po splnení týchto dvoch kritérií bude uskutočnený konkrétny výber.
- **Obchodovateľnosť na newyorskej burze NYSE** – druhou podmienkou managementu hedgeového fondu je, aby vybrané spoločnosti boli obchodovateľné na jednej z najvýznamnejších a najväčších búrz na svete, teda na newyorskej burze New York Stock Exchange.

Po uvážení vybraných kritérií boli nakoniec vybrané prvé 3 spoločnosti s najväčšou trhovou kapitalizáciou a obchodovateľnosťou na NYSE, teda Barrick Gold Corporation, Newmont Mining Corporation a Goldcorp Inc.. Keďže spoločnosti Newcrest Mining Ltd. a Fresnillo Plc nie sú obchodvané na NYSE, tak z výberu boli vylúčené. Ďalej nasledujú Agnico-Eagle Mines Limited a posledná AngloGold Ashanti Limited. V nasledujúcej tabuľke je prehľad vybraných spoločností, ktoré budú podrobené následnej analýze, zahrňujúci veľkosť trhovej kapitalizácie a miesto ich pôsobenia.

Tabuľka 3 Vybrané spoločnosti na základe kritérií výberu

(Zdroj: vlastné spracovanie)

Vybraná spoločnosť	Trhová kapitalizácia [mil. USD]	Sídlo spoločnosti
Barrick Gold Corp.	22040,0	Kanada
Newmont Mining Corp.	18040,0	Spojené štáty americké
Goldcorp Inc.	13680,0	Kanada
Agnico-Eagle Mines Ltd.	9550,0	Kanada
AngloGold Ashanti Ltd.	4593,0	Juhoafrická republika

5 ANALÝZA MAKROEKONOMICKÉHO PROSTREDIA V KRAJINÁCH PÔSOBENIA VYBRANÝCH SPOLOČNOSTÍ

Analýza makroekonomického prostredia, v ktorom pôsobia vybrané spoločnosti, je dôležitou súčasťou fundamentálnej akciovej analýzy, pretože z veľkej časti je pôsobenie daných podnikov ovplyvnené práve makroekonomickými faktormi. Ťažba zlata je segmentom ťažobného priemyslu, ktorý patrí obecné do cyklického odvetvia (napr. ťažba ropy, železa atď.) a je závislý na vývoji ekonomiky. Ťažba zlata je ale výnimkou, pretože všeobecne zlato je v dobách ekonomickej nestability vnímané ako tzv. „bezpečnostný prístav“ a z tohto dôvodu patrí ťažba zlata do špecifického odvetvia, no približuje sa k odvetviu anticyklickému. Vybrané spoločnosti, ktoré budú podrobené analýze, majú sídlo v Spojených štátoch amerických, Kanade a Juhoafrickej republike a preto bude analýza základných makroekonomických faktorov rozdelená na príslušné krajiny.

5.1 Prehľad makroekonomických ukazovateľov

Za najdôležitejšie makroekonomické ukazovatele boli zvolené reálny výstup ekonomiky meraný hrubým domácim produktom a mierou rastu HDP, inflácia a miera nezamestnanosti. Na záver každej analýzy daného ukazovateľa bude uskutočnené názorné porovnanie vývoja týchto ukazovateľov vo vybraných krajinách.

5.1.1 Reálny výstup ekonomiky

Reálny výstup ekonomiky je najčastejšie meraný hrubým domácim produktom (HDP) a mierou rastu HDP a preto v nasledujúcich riadkoch bude uskutočnená analýza vývoja HDP a miery rastu od roku 2013 spolu s ich predikciou do roku 2020 vo vybraných krajinách.

Spojené štáty americké

Ekonomika Spojených štátov amerických je v súčasnej dobe najväčšou a najvýznamnejšou ekonomikou na svete. Predstavuje až 20 % celkovej svetovej produkcie a je stále väčšou ako Čína.⁵⁵ V roku 2016 bol hrubý domáci produkt Spojených štátov amerických na úrovni 18,56 bilióna amerických dolárov a rast HDP na úrovni

⁵⁵ FOCUSECONOMICS, United States Economy. *focus-economics.com* [online].

1,58%. Spomalenie oproti predchádzajúcemu roku, kedy rast HDP dosahoval hodnoty 2,6% bolo spôsobené slabším exportom a investíciami. Svetová banka predikuje v roku 2017 rast HDP na 2,2%, pričom očakáva, že tento rast v ďalších rokoch mierne spomalí čo môžeme vidieť v nasledujúcej tabuľke.⁵⁶

Tabuľka 4 Vývoj HDP a rastu HDP v Spojených štátoch amerických

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *worldbank.org*)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rast HDP [%]	1,67	2,37	2,6	1,58	2,2	2,08	1,9	1,74
HDP [mld. USD]	16691,5	17393,1	18036,7	18561,9	19377,2	20250,8	21104,8	21926,5

Kanada

Podľa hodnoty hrubého domáceho produktu je Kanada desiatou najväčšou ekonomikou sveta a jeho veľkosť dosiahla v roku 2016 1532,3 miliárd amerických dolárov. Rast HDP bol v tomto roku na úrovni 1,2%. V ďalších rokoch sa očakáva konštantný rast HDP vo výške 1,9% čo je ilustrované v nasledujúcej tabuľke.⁵⁷

Tabuľka 5 Vývoj HDP a rastu HDP v Kanade

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *worldbank.org*)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rast HDP [%]	2,2	2,5	1,1	1,2	1,9	1,9	1,9	1,9
HDP [mld. USD]	1837,4	1783,8	1550,5	1532,3	1627,3	1700,5	1776,8	1855,7

Juhoafrická republika

Juhoafrická republika je druhou najväčšou ekonomikou na africkom kontinente hneď po Nigérii. I napriek tomuto faktu, bola juhoafrická ekonomika dlhšiu dobu v útlme kvôli nízkemu globálnemu dopytu a mnohým politickým a ekonomickým problémom. HDP v roku 2016 bolo na úrovni 280,4 miliárd amerických dolárov a tempo rastu 0,1%, čo znamená najpomalšie tempo rastu za posledných 7 rokov. V tabuľke je možno vidieť Vývoj HDP a jeho rast od roku 2013 a predikované hodnoty až do roku 2020.⁵⁸

⁵⁶ THE WORLD BANK GROUP, Global Economic Prospects. *worldbank.org* [online].

⁵⁷ Tamtéž

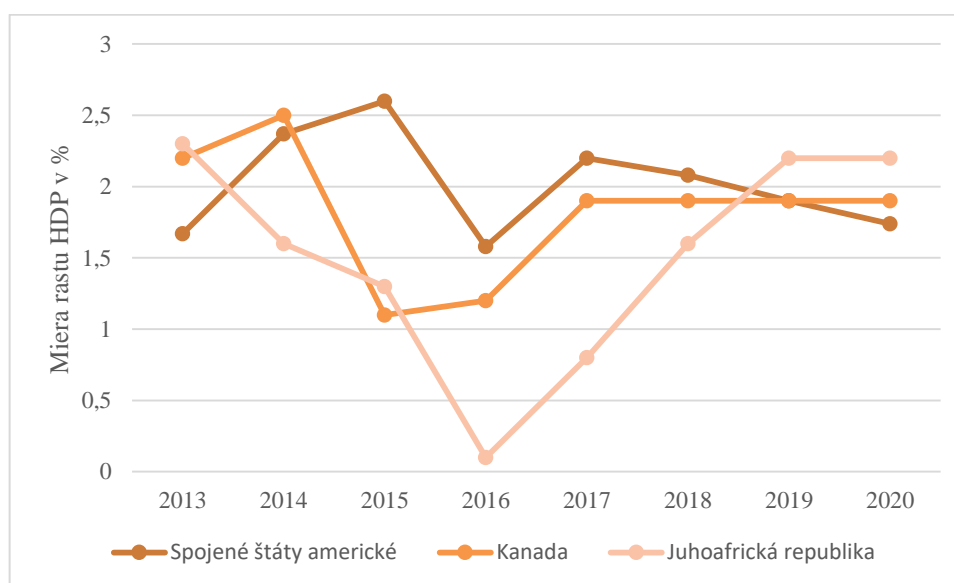
⁵⁸ FOCUSECONOMICS, South Africa GDP. *focus-economics.com* [online].

Tabuľka 6 Vývoj HDP a rastu HDP v Juhoafrickej republike

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *worldbank.org*)⁵⁹

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rast HDP [%]	2,3	1,6	1,3	0,1	0,8	1,6	2,2	2,2
HDP [mld. USD]	367,8	351,6	314,7	280,4	288,2	298,4	311,2	325,1

Na nasledujúcom grafe je znázornený vývoj miery rastu HDP analyzovaných krajín od roku 2013 až do roku 2020, pričom od roku 2017 sa jedná o predikciu Svetovej banky. Na prvý pohľad je možné vidieť, že najnižšiu volatilitu vykazuje miera rastu HDP Spojených štátov amerických, pričom miera rastu HDP Kanady má podobný priebeh ako v prípade USA. Čo sa týka miery rastu HDP v Juhoafrickej republike tak každým rokom v sledovanom období má klesajúcu tendenciu až do roku 2016. Od tohto roku je predikovaný každoročný nárast, pričom Kanada by si mala udržať rovnakú mieru rastu HDP a v prípade Spojených štátov amerických by mala mierne klesať.



Graf 3 Grafické zobrazenie vývoja miery rastu HDP v jednotlivých krajinách

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *data.worldbank.org*)

Na záver je nutné spomenúť z akej časti sa produkcia, resp. ťažba zlata podieľa na HDP sledovaných krajín. Produkcia zlata v Spojených štátoch amerických ako podiel hrubého

⁵⁹ THE WORLD BANK GROUP, Global Economic Prospects. *worldbank.org* [online].

národného produktu tvorí len 0,06%, v Kanade 0,33% a v Juhoafrickej republike je to niekoľkonásobne viac, a to 2,25%.⁶⁰

5.1.2 Inflácia

Inflácia je ďalší makroekonomický ukazovateľ, ktorý patrí medzi najvýznamnejšie pri určovaní „zdravia“ ekonomiky. Navyše inflácia je jedným z mnohých faktorov, ktoré vo veľkej miere priamo ovplyvňujú cenu zlata a tá následne kurzy akcií zlatých baní, pretože zisky týchto spoločností sú závislé na cene tohto drahého kovu. Nasleduje krátka analýza vývoja inflácie v krajinách, v ktorých analyzované spoločnosti majú sídlo.

Spojené štáty americké

Miera inflácie v Spojených štátoch amerických na konci roku 2016 dosiahla úroveň 2,1% a je vypočítavaná na základe indexu spotrebiteľských cien. Táto hodnota je najvyššia dosiahnutá od júna roku 2014 a je podporená cenami benzínu a nákladmi na bývanie. Zrýchľovanie miery inflácie nasleduje už piaty mesiac po sebe, teda od júla 2016, kedy úroveň miery inflácie bola 0,8%.⁶¹

Kanada

Miera inflácie v Kanade dosiahla v decembri roku 2016 úroveň 1,5%. Najväčšími prispievateľmi k tejto hodnote boli zvyšujúce sa ceny benzínu a elektriny, na druhej strane boli tieto faktory kompenzované poklesom cien potravín. V ďalších rokoch sa predpokladá oscilovanie miery inflácie okolo cieľovej hodnoty, teda okolo 2%.⁶²

Juhoafrická republika

V Juhoafrickej republike miera inflácie zrýchlila za posledných 10 mesiacov o 0,9% a v decembri 2016 dosiahla tak úroveň 6,8%. Toto zrýchlenie bolo stimulované zvýšením cien potravín a dopravy. Centrálna banka Juhoafrickej republiky (The South African Reserve Bank) uviedla, že začiatkom roka 2017 bude inflácia kulminovať na hodnote okolo 6,6%. Následne spomalí a v roku 2018 bude dosahovať úroveň 5,5%.⁶³

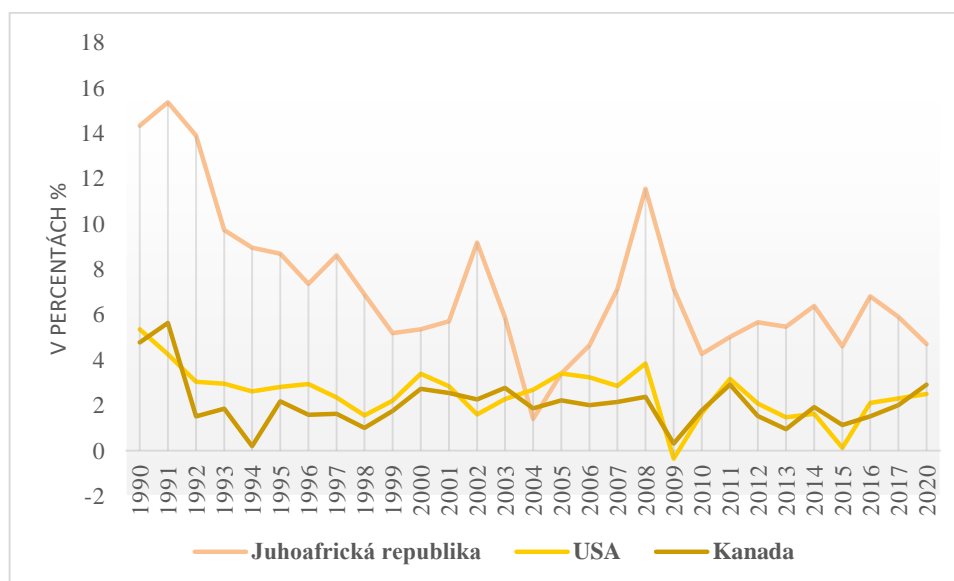
⁶⁰ WORLD GOLD COUNCIL, Global gold facts map. *gold.org* [online].

⁶¹ TRADING ECONOMICS, United States Inflation Rate. *tradingeconomics.com* [online].

⁶² DOW JONES & COMPANY, The Wall Street Journal. Canada Annual Inflation Rate. *wsj.com* [online].

⁶³ BLOOMBERG L.P., South Africa November Inflation Rate Rises to 9-Month High. *bloomberg.com* [online].

Na grafe je znázornený vývoj miery inflácie Spojených štátov amerických, Kanady a Juhoafrickej republiky od roku 1990 až po súčasnosť a predikcia do roku 2020.



Graf 4 Grafické zobrazenie vývoja miery inflácie v jednotlivých krajinách

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe www.data.worldbank.org a tradingeconomics.com)

5.1.3 Nezamestnanosť

Miera nezamestnanosti uzatvára trojicu najvýznamnejších makroekonomických faktorov a i napriek tomu, že miera nezamestnanosti nemá priamy vplyv na tržnú cenu zlata či kurzy akcií, tak by mala byť braná do úvahy pri hodnotení zdravia ekonomiky a pri zvažovaní investície do spoločnosti sídliacej v danej krajine.

Spojené štáty americké

Miera nezamestnanosti v Spojených štátoch amerických v decembri roku 2016 dosiahla úroveň 4,7%, pričom v predchádzajúcom mesiaci bola na úrovni 4,6%, čo znamenalo 9 ročné minimum. Počas hospodárskej krízy sa táto hodnota zvyšovala a vyšplhala sa až na úroveň okolo 10%. Od tohto bodu má miera nezamestnanosti klesajúcu tendenciu a na začiatku roku 2017 počet nezamestnaných osôb bol 7,5 milióna.⁶⁴

⁶⁴ U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Employment Situation Summary. bls.gov [online].

Kanada

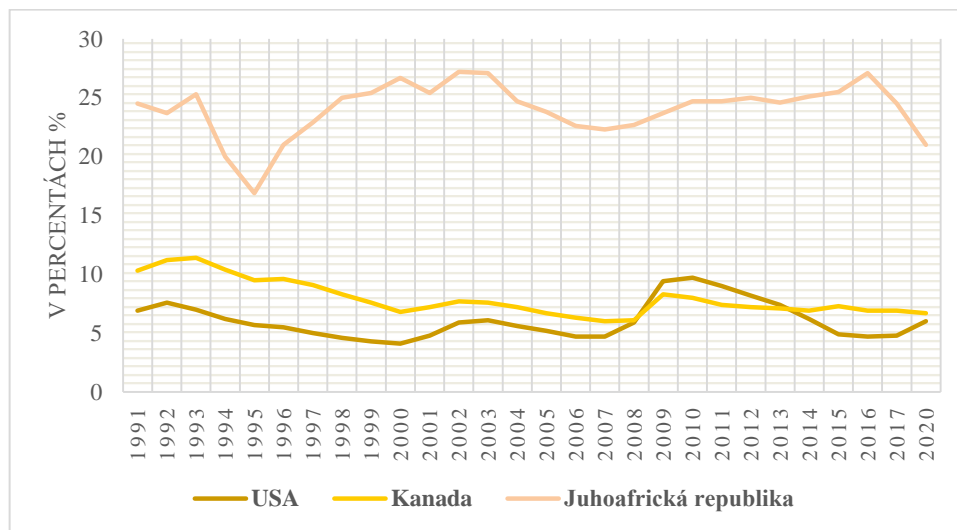
Na konci roku 2016 bola v Kanade miera nezamestnanosti na úrovni 6,9%, pričom na začiatku toho istého roku to bolo 7,2%. Podobne ako v Spojených štátoch amerických má miera nezamestnanosti od hospodárskej krízy v roku 2008 mierne klesajúcu tendenciu. V súčasnosti je počet nezamestnaných osôb približne 1,3 milióna.⁶⁵

Juhoafrická republika

Miera nezamestnanosti v Juhoafrickej republike patrí medzi najvyššie vo svete. Na konci roku 2016 dosiahla úrovne 27,1%, čo predstavuje najvyššiu hodnotu od roku 2004.⁶⁶

Podľa globálnych makroekonomických modelov a očakávania analytikov je miera nezamestnanosti v Juhoafrickej republike odhadovaná koncom roka 2017 na úrovni 24,5% a v dlhšom horizonte by mala mať klesajúci trend až na hodnotu 21%.⁶⁷

Graf zobrazuje vývoj miery nezamestnanosti v jednotlivých krajinách od roku 1991 až do roku 2020, pričom od roku 2017 ide o predikciu.



Graf 5 Grafické zobrazenie vývoja miery nezamestnanosti v jednotlivých krajinách

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe data.worldbank.org a tradingeconomics.com)

⁶⁵ TRADINGECONOMICS, Canada Unemployment Rate. tradingeconomics.com [online].

⁶⁶ TRADINGECONOMICS, South Africa Unemployment Rate. tradingeconomics.com [online].

⁶⁷ TRADINGECONOMICS, South Africa Unemployment Rate Forecast. tradingeconomics.com [online].

5.1.4 Záver analýzy makroekonomického prostredia

V analýze makroekonomického prostredia, v ktorom pôsobia vybrané spoločnosti ťažiacie zlato, som sa zamerala na vývoj základných makroekonomických faktorov, ktoré majú vplyv na ekonomiku danej krajiny a z určitej miery i na pohyb ceny zlata a teda aj kurzy akcií spoločností ťažiacich zlato. Išlo o rast danej ekonomiky vyjadrený rastom hrubého domáceho produktu, mieru inflácie a mieru nezamestnanosti. Čo sa týka HDP, tak zo sledovaných štátov majú najnižšiu volatilitu tohoto ukazovateľa Spojené štáty americké a každoročne je zaznamenaný rovnomerný nárast. Na druhej strane, miera rastu HDP v roku 2016 výrazne poklesla, no podľa predikcií sa ďalší rok ekonomika mierne oživí. Podobné oživenie čaká v nasledujúcom roku i Kanadu a Juhoafrickú republiku. Inflácia v Kanade a USA je pomerne na rovnakej úrovni, a to okolo 2%. Táto úroveň je predikovaná aj pre nasledujúce 4 roky a preto zo strany inflácie nehrozí pre cenu zlata výrazná zmena. Naopak v Juhoafrickej republike sa po výraznom poklese v roku 2008, ustálila jej hodnota okolo 6%. Čo sa týka miery nezamestnanosti, tak opäť Spojené štáty americké a Kanada vykazujú klesajúci trend, na rozdiel od Juhoafrickej republiky, kde táto hodnota mierne stúpala. Od tohoto roku je ale predikovaný výrazny pokles, čo by mohlo výrazne zlepšiť ekonomickú situáciu v krajine.

Po analýze týchto základných makroekonomických ukazovateľov je možné konštatovať, že cene zlata a následne akciám nehrozí zo strany vývoja ekonomiky, inflácie a nezamestnanosti výrazný zvrät, no na druhej strane je potreba prihliadať i na ďalšie faktory, ako napríklad vývoj amerického dolára či úrokovej miery. No tieto faktory nejde dlhodobo predikovať a preto je treba byť pripravený na riziká, ktoré zmena týchto ukazovateľov môže so sebou priniesť.

6 ANALÝZA SÚČASNÉHO STAVU ZLATO ŤAŽIACEHO PRIEMYSLU

Na úvod tejto kapitoly bude uskutočnená analýza produkcie zlata vo svete a jej vývoj obsahujúca základné údaje o ťažbe zlata, jeho vyťažené množstvo v určitom časovom intervale a štáty, ktoré sú najväčšími producentmi zlata. Ďalšia časť bude venovaná SWOT analýze tohto priemyslu a burzovým indexom akcií spoločností ťažiacich zlato.

Ako už bolo spomínané, tak ťažba zlata patrí medzi ťažobný priemysel a zahrňuje v sebe rôznorodé procesy, ktoré sa podieľajú na produkcii tohto žltého kovu. V súčasnosti je ťažba orientovaná na oblasti s vysokou koncentráciou zlatonosnej rudy a zhruba 60 – 70% zlata pochádza z povrchových baní a zvyšok z baní hlbinných. Ťažba zlata je veľmi náročný proces, ktorý vyžaduje technologickú vyspelosť, odborné znalosti a vo veľkom meradle je kapitálovo náročná, pričom náklady sa líšia podľa hutníckych, geologických, infraštruktúrnych a prevádzkových faktorov, ale aj podľa spoločensko-politického prostredia.

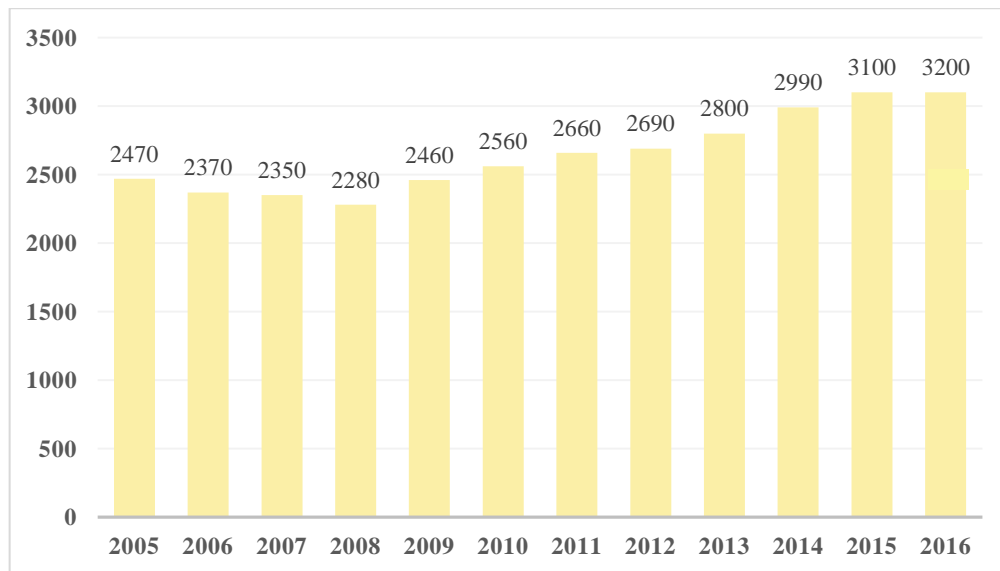
Najvýznamnejšie svetové spoločnosti ťažiacie zlato sú Barrick Gold, Agnico Eagle Mines, Goldcorp, Kinross Gold a Detour Gold sídlia v **Kanade**, ďalej Newmont Mining a Randgold Resources so sídlom v **USA**, Newcrest Mining, z **Austrálie**, AngloGold Ashanti a Gold Fields z **Juhoafrickej republiky**, Polyus Gold International z **Ruska** a mnoho ďalších.

6.1 Ťažba zlata a jej vývoj

Celkové množstvo vyťaženého zlata od dávnych čias až po súčasnosť sa odhaduje na 183 600 ton, pričom asi dve tretiny z tejto čiastky boli vyťažené od roku 1950. Ak by sme všetko vyťažené zlato poskladali vedľa seba, tak by sme dostali kocku s veľkosťou strany približne 21 metrov. Podľa U.S. Geological Survey (americká vedecko-výskumná vládna agentúra) je pod zemským povrchom množstvo nevyťaženého zlata odhadované ešte na 56 000 ton. V priemere sa v súčasnosti vyťaží asi 2500 až 3000 ton zlata ročne a jeho produkcia vykazuje vzostupný trend, ktorý by sa ale v najbližších rokoch mal ustáliť.⁶⁸

⁶⁸ WORLD GOLD COUNCIL, How much gold has been mined?. *gold.org* [online].

Na nasledujúcom grafe je zobrazený vývoj množstva vytŕaženého zlata v celosvetovom merítku od roku 2005 až do roku 2016. Produkcia zlata sa od finančnej krízy v roku 2008, kedy bola na úrovni 2280 ton každoročne zvyšuje a v súčasnosti je táto hodnota okolo 3100 ton, pričom sa tieto hodnoty môžu líšiť na základe rôznych použitých zdrojov.



Graf 6 Množstvo vytŕaženého zlata v rokoch 2005-2016 (v tonách)

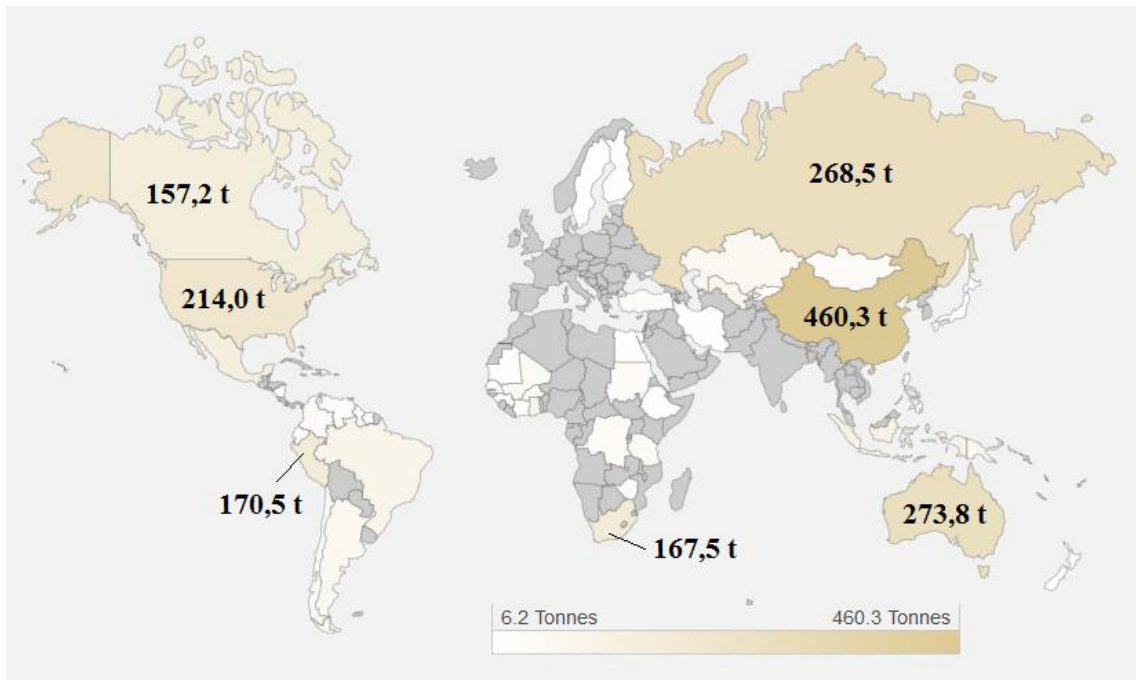
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *statista.com*)⁶⁹

Čo sa týka produkcie zlata v roku 2015, tak najväčším producentom sa stala Čína so 460,3 tonami, čo predstavuje zhruba 14% celkovej svetovej produkcie. Druhým najväčším producentom zlata je Austrália s 273,8 tonami a tesne za ňou Rusko s 268,5 tonami zlata. Za touto „trojkou“ sa nachádzajú Spojené štáty americké, Peru, Juhoafrická republika, Kanada, Mexiko a mnoho ďalších. Na nasledujúcom obrázku je mapa sveta zobrazujúca množstvo vytŕaženého zlata za rok 2015, pričom toto množstvo je farebne rozlíšené. Sivá farba predstavuje štáty, kde ŕažba zlata je menšia ako 6,2 ton a biela farba predstavuje štáty, kde ŕažba neprebíha. Ďalšie štáty sú rozlíšené sýtosťou farby podľa veľkosti produkcie zlata.

⁶⁹ STATISTA INC., Global mine production of gold from 2005 to 2016. *statista.com* [online].

Obrázok 3 Produkcia zlata v jednotlivých štátoch

(Zdroj: Upravené podľa *gold.org*)⁷⁰



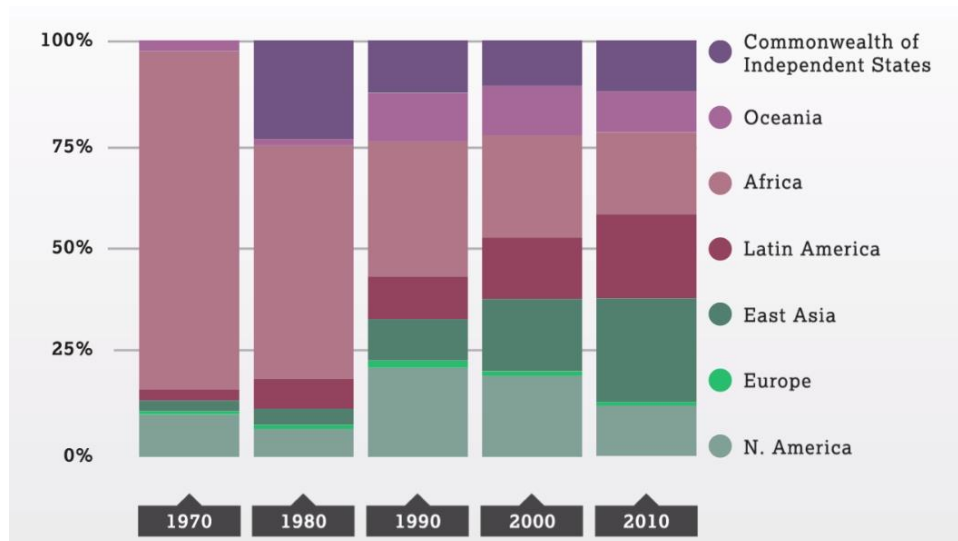
Vývoj množstva vyťaženého zlata v jednotlivých oblastiach znázorňuje nasledujúci obrázok na základe percentného podielu množstva vyťaženého tohto žltého kovu. Na ose Y je percentný podiel množstva a na ose X je rozdelenie podľa dekád od roku 1970. Na prvý pohľad je možné vidieť zvyšujúce sa množstvo vyťaženého zlata v Latinskej Amerike a vo východnej Ázii. Na druhej strane sa toto množstvo znižuje v Afrike a v Severnej Amerike. Oceánia, zahrňujúca Austráliu a Spoločenstvo nezávislých štátov⁷¹ si množstvo vyťaženého zlata udržuje na relatívne konštantnej hladine.

⁷⁰ WORLD GOLD COUNCIL, Interactive gold mining map. *gold.org* [online].

⁷¹ Spoločenstvo nezávislých štátov (ang. Commonwealth of Independent States) zahrňuje štáty ako Rusko, Ukrajinu, Bielorusko, Arménsko, Kazachstan atď.

Obrázok 4 Percentný podiel produkcie zlata v jednotlivých oblastiach

(Zdroj: WORLD GOLD COUNCIL, Where gold mining occurs. *gold.org*)



6.2 SWOT analýza zlato ťažiaceho priemyslu

Ťažba zlata je uskutočňovaná už od pradávnych čias až po súčasnosť a jej význam sa stupňuje z roka na rok. Zlato slúži ako investičný prostriedok, veľkú časť zastupuje v šperkárstve, ďalej je neodmysliteľnou časťou v technológiách a tiež rezervným prostriedkom centrálnych bánk štátov. V nasledujúcich riadkoch je uskutočnená SWOT analýza, ktorá zahŕňa silné a slabé stránky podnikov zaoberajúcich sa ťažbou zlata a tiež ich príležitosti a hrozby, ktoré na nich pôsobia z externého prostredia.

Silné stránky (Strengths)

- Každá z analyzovaných spoločností disponuje s baňami na niekoľkých kontinentoch sveta a zároveň uskutočňuje nové prieskumné a rozvojové projekty.
- Spoločnosti majú k dispozícii nové moderné technológie, čím môžu zvýšiť efektívnosť a znížiť náklady ťažby.
- Obťažnosť vstupu nových firiem do odvetvia kvôli kapitálovej náročnosti, štátnym reguláciám, obmedzenými náleziskami zlatonosnej rudy atď.

Slabé stránky (Weaknesses)

- Práca spojená s ťažbou zlata poškodzuje životné prostredie a ľudské zdravie kvôli jedovatým látkam ako je kyanid, ortuť a iným ťažkým kovom.⁷²
- Vysoké náklady na ťažbu.
- Zisky spoločností sú závislé na cene zlata.
- Vysoká zadlženosť spoločností.

Príležitosti (Opportunities)

- Nové náleziská zlatonosnej rudy s väčšou gramážou zlata na jednu vyťaženú tonu, čo prinesie väčšie zisky a zníženie nákladov spoločností.
- Zvyšujúci sa dopyt po zlato ako investícia, pretože zlato je vo všeobecnosti brané ako tzv. „bezpečnostný prístav“ v prípade ak by došlo k ekonomickej, politickej, či menovej kríze alebo sociálnym či vojnovým nepokojom.
- Zvyšovanie zlatých rezerv centrálnych bánk štátov.
- Zvyšujúca sa dôležitosť zlata v technológiách a šperkárstve.
- V prípade návratu Zlatého štandardu rapídny nárast dopytu.

Hrozby (Threats)

- Spoločnosti sú závislé na cenách zlata a medi, ktoré sa pohybujú na dennej báze a preto musia čeliť vysokej volatilitate cien týchto komodít na medzinárodnom trhu.
- Zmeny domácich a zahraničných zákonov alebo regulácií vzťahujúce sa k environmentálnemu prostrediu, ťažbe a následnému spracovaniu.
- Zvyšujúce sa sankcie v krajinách pôsobenia kvôli zhoršovaniu, resp. chráneniu životného prostredia na základe vládnych nariadení.
- Uznávanie iných lacnejších substitučných kovov alebo zníženie dopytu zo strany investorov, centrálnych bánk a výrobcov technológií.
- Hrozba znižovania cien zlata a následne znižovanie zisku spoločností tento kov ťažiacie.
- Obmedzené množstvo zlata, ktoré je možné ťažiť a obmedzená životnosť baní, v ktorých sa ťažba uskutočňuje.

⁷² MBASKOOL, Barrick Gold SWOT Analysis. *mbaskool.com* [online].

- Zmeny v daňových zákonoch, miery inflácie, úrokových sadzbách, v sile dolára atď.
- Prírodné katastrofy ako napríklad tropické búrky, záplavy, blesky a dažde, ktoré majú dopad na prebiehajúce operácie alebo možnosti prístupu k miestam operácií.

6.3 Burzovné indexy ťažobných spoločností

Medzi najznámejšie burzovné indexy spoločností ťažiacich zlato patrí **AMEX Gold Miners Index** (GDM), **S&P/TSX Global Gold Index** a **NYSE Arca Gold BUGS Index** (Basket of Unhedged Gold Stocks) (HUI). Na základe týchto indexov môžeme sledovať vývoj odvetvia a sledovať ako sa mení v závislosti na cene zlata.

NYSE Arca Gold BUGS Index (HUI)

NYSE Arca Gold BUGS Index, predtým AMEX Gold BUGS Index je kapitalizačne vážený index 16-tich veľkých spoločností ťažiacich zlato, ktoré nezaistujú svoju produkciu zlata na viac ako 1,5 roka, čo vyplýva i z anglického názvu indexu „Basket of Unhedged Gold Stocks“. ISIN indexu je XC0009699965. V nasledujúcej tabuľke je výpis všetkých spoločností, ktoré sú zahrnuté v indexe spolu s ich príslušnou váhou.

Tabuľka 7 Spoločnosti zahrnuté v indexe NYSE Arca Gold BUGS

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *nyse.com*)⁷³

Spoločnosť	Váha	Spoločnosť	Váha	Spoločnosť	Váha
Newmont Mining Corp	16,20%	New Gold Inc	5,02%	Harmony Gold Mining	4,47%
Barrick Gold Corp	13,02%	IAMGOLD Corp	4,80%	Eldorado Gold Corp	4,44%
Goldcorp Inc	8,76%	Agnico Eagle Mines Ltd	4,76%	AngloGold Ashanti Ltd	4,42%
Cia de Minas Buenaventura	6,23%	Randgold Resources Ltd	4,72%	Yamana Gold Inc	4,22%
Sibanye Gold Ltd	5,25%	Alamos Gold Inc	4,71%	Kinross Gold Corp	3,81%
Gold Fields Ltd	5,16%				

Na nasledujúcom grafe je zobrazený relatívny vývoj ceny zlata a akcií spoločností ťažiacich zlato merané indexom NYSE Arca Gold Bugs od roku 2000 do roku 2016. Z grafu vyplýva, že akcie „zlatých“ spoločností sa v podstate chovajú ako páková

⁷³ INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC., NYSE Arca Gold Bugs Index. *nyse.com* [online].

investícia do samotného zlata. To znamená, že keď rastie cena tohto žltého kovu, tak zároveň rastú zisky týchto spoločností a väčšinou i nadproporcionálnym rastom i ceny ich akcií. Naopak pri poklese ceny zlata, akcie padajú dole niekoľko-násobne. To je možné vidieť i na grafe v prípade finančnej krízy v roku 2008 a v roku 2011, kedy cena zlata kulminovala. V súčasnosti už akcie spoločností ťažiacich zlato nie sú tak podhodnotené ako tomu bolo napríklad v roku 2015, ale i menší rast či udržanie si súčasnej úrovne ceny zlata bude pre ne znamenať rast ceny ich emitovaných akcií.⁷⁴



Graf 7 Relatívne porovnanie vývoja ceny zlata a akcií spoločností ťažiacich zlato

(Zdroj: FINEZ INVESTMENT MANAGEMENT, Akcie ťažiarů zlata. *finez.cz*)

AMEX Gold Miners Index (GDM)

Ďalším indexom zložený zo spoločností ťažiacich zlato je AMEX Gold Miners Index. Ide o burzový kapitalizačne vážený index zložený zo 49 verejne obchodovateľných spoločností, ktoré sa primárne zaoberajú ťažbou zlata a striebra v lokalitách po celom svete. V tabuľke je prehľad spoločností, ktoré sú zahrnuté v indexe a majú najväčšiu váhu.

⁷⁴ FINEZ INVESTMENT MANAGEMENT, Akcie ťažiarů zlata. *finez.cz* [online].

Tabuľka 8 Spoločnosti zahrnuté v indexe AMEX Gold Miners(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *nyse.com*)⁷⁵

Spoločnosť	Váha	Spoločnosť	Váha	Spoločnosť	Váha
Barrick Gold Corp	9,74%	Detour Gold Corp	1,88%	Randgold Resources Ltd	4,58%
Agnico Eagle Mines Ltd	5,49%	Eldorado Gold Corp	1,47%	Kinross Gold Corp	2,62%
Cia de Minas Buenaventura	1,99%	Franco-Nevada Corp	6,00%	Newcrest Mining Ltd	5,84%
AngloGold Ashanti Ltd	3,22%	Gold Fields Ltd	2,03%	Newmont Mining Corp	9,79%
Yamana Gold Inc	2,14%	Goldcorp Inc	6,25%	New Gold Inc	1,17%

Záver analýzy zlato ťažiacoho priemyslu

Ako už bolo spomínané, pod zemským povrchom sa hrubým odhadom nachádza 56000 ton zlata, čo znamená ešte veľký priestor pre spoločnosti ťažiac zlate. Zvyšujúcim sa dopytom po zlate zo strany centrálnych bánk, výrobcov technológií či šperkov a samotných investorov, spoločnosti neustále skúmajú nové oblasti s výskytom zlatonosnej rudy, kde by mohli zahájiť svoju ťažbu a tak uspokojiť tak „túžbu“ po zlate. Navyše, umelo zosadené ceny zlata nebudú dlhodobo udržateľné a tak s vysokou pravdepodobnosťou ceny pôjdu v najbližších rokoch výrazne nahor, čo pre spoločnosti bude znamenať vyššie zisky, stabilitu a v neposlednej rade zvyšujúci sa záujem o investovanie do týchto spoločností.

⁷⁵ INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC., AMEX Gold Miners Index. *nyse.com* [online].

7 ANALÝZA VYBRANÝCH SPOLOČNOSTÍ

V tejto kapitole bude uskutočnená analýza vybraných spoločností ťažiacich zlato, ktorá bude obsahovať základné údaje spoločnosti a jej stratégiu podnikania, stručný prehľad produkcie zlata za posledných 7 rokov spolu s výhľadom na ďalšie roky, analýzu finančných ukazovateľov zahrňujúcu ukazovatele tržieb a zisku, ukazovatele rentability, a ukazovatele zadlženosti. Poslednou časťou jednotlivých analýz spoločností bude prehľad črt emisie akcií, vývoj akciových kurzov za dlhší časový horizont a pre bližší náhľad i vývoj za posledné dva roky. Nakoniec na základe výkonu týchto akcií budú vypočítané ukazovatele, ktoré sú dôležité pre ich ohodnotenie. Na základe týchto údajov a vypočítaných ukazovateľov bude v nasledujúcich kapitolách uskutočnená komparácia a nakoniec návrh variantu investovania do týchto spoločností pre management hedgeového fondu.

Vybrané spoločnosti

Na základe predchádzajúceho výberu spoločností podľa kritérií danými managementom hedgeového fondu, pre ktorý je investičný návrh vypracovávaný, tak analýze budú podrobené tieto vybrané spoločnosti: **Barrick Gold Corporation, Agnico Eagle Mines Limited, Goldcorp Inc.** so sídlom v Kanade, americké **Newmont Mining Corporation** a **AngloGold Ashanti** z Juhoafrickej republiky.

Zdroje informácií

Zdroje informácií pre podnikovú fundamentálnu analýzu sú čerpané najmä z výročných správ jednotlivých spoločností od rokov 2010 až 2016, ktoré sú každoročne zverejňované na portáloch jednotlivých spoločností. Ďalej z webových portálov, ktoré sú zamerané na akciové trhy v svetovom merítku a nakoniec z portálov zaoberajúcich sa vývojom tržných cien jednotlivých akcií spoločností a ich finančných ukazovateľov. Konkrétne ide o portály www.finance.yahoo.com a www.google.com/finance.

Analýza ukazovateľov

Obdobie pre analýzu najdôležitejších ukazovateľov bolo vybrané od roku 2010, aby bolo rozpoznateľné, aké výsledky dosahovali zlaté spoločnosti keď zlato vystúpilo až do svojich najvyšších hodnôt v roku 2011 a následne klesalo.

Je ďalej dôležité podotknúť, že pri prehľade produkcie zlata vybraných spoločností bol vybraný ukazovateľ celkových nákladov na produkciu, z anglického jazyka **All-in sustainng costs** (AISC). Tieto náklady obsahujú v sebe dve zložky, a to peňažné náklady a prevádzkové náklady. Peňažné náklady zahŕňujú priame náklady na produkciu, tavenie, rafináciu a náklady na dopravu. Prevádzkové náklady naopak zahŕňujú administratívne výdaje na podnikovej úrovni, prieskum, rozvoj dolu a investičné náklady, ktoré sú nevyhnutné k udržaniu úrovne produkcie. Štandardizovaná definícia týchto nákladov bola publikovaná v roku 2013 organizáciou World Gold Council. Z tohto dôvodu je údaj výšky týchto nákladov pri uskutočňovanej analýze až od roku 2013, prípadne od roku 2012, pretože niektoré spoločnosti tento ukazovateľ používajú od roku 2012.⁷⁶

Čo sa týka výpočtov ukazovateľov na základe výkonu daných akcií, tak údaje sú primárne vzaté z výročných správ spoločností a zo spomínaných portálov, pričom dané údaje sa vzťahujú vždy k poslednému dňu daného roku a kurzom akcie pre výpočet vybraných ukazovateľov sa rozumie uzatváracia cena akcie na konci dňa daného roku.

Pri hodnotení výkonu akcií daných spoločností sú porovnávané ukazovatele Price to Book Value, Price to Earnings a Price to Sales s odborovým priemerom tohto odvetvia, ktorých hodnoty sú nasledovné:

- **P/BV ratio** – odborový priemer 3,13
- **P/E ratio** – odborový priemer 18,5
- **P/S ratio** – odborový priemer 1,02⁷⁷

Keďže ukazovatele tržnej hodnoty sa vzťahujú ku kmeňovým akciám daných spoločností, tak pred výpočtom týchto ukazovateľov bude uskutočnená kontrola, či analyzované spoločnosti nemajú vydané prioritné akcie, ktoré budú s výpočtov vyňaté.

⁷⁶ INVESTOPEDIA, LLC., Barrick Gold Stock: 3 Things to Watch. *investopedia.com* [online].

⁷⁷ STOCK ANALYSIS ON NET, Common Stock Valuation Ratios. *stock-analysis-on.net* [online].

7.1 Barrick Gold Corporation

Sídlo: Toronto, Kanada

Založenie: 1983

Web: www.barrick.com

Počet zamestnancov: 14 498⁷⁸

Burzový symbol: ABX



Obrázok 5 Logo spoločnosti Barrick

(Zdroj: www.barrick.com)

Barrick Gold Corporation je v súčasnosti najväčšou spoločnosťou zaoberajúcou sa ťažbou zlata. Bola založená v roku 1983 kanadským podnikateľom a filantropom Petrom Munkom a jej sídlo sa nachádza v Toronte. V súčasnosti zamestnáva viac ako 14 tisíc zamestnancov celkovo na piatich kontinentoch sveta. Je to z toho dôvodu, že svoje ťažobné operácie uskutočňuje v krajinách ako Argentína, Kanada, Chile, Dominikánska republika, Peru, Papua Nová Guinea, Saudská Arábia, Zambia a nakoniec Spojené štáty americké, odkiaľ pochádza až 75% produkcie zlata tejto spoločnosti. Popri ťažbe zlata Barrick produkuje i striebro a meď.⁷⁹

Stratégia spoločnosti

Pre lepší pohľad do budúceho vývoja spoločnosti a vývoja jej akcií je potrebné nazrieť na jej budúcu stratégiu. Barrick Gold Corporation si stanovil 3 strategické ciele, ktorých sa bude snažiť dosiahnuť v najbližších piatich rokoch.

- Prvým strategickým cieľom je budovanie silných partnerstiev a dôvery s hosťiteľskými vládami, miestnymi komunitami, mimovládnyimi organizáciami, domorodými obyvateľmi a s ďalšími.
- Druhým cieľom je bez ohľadu na cenu zlata neustále znižovať náklady a zvyšovať produktivitu a efektivitu práce. To znamená nepretržitý kolobeh zlepšovania a inovácií a následné dosiahnutie konečného cieľa, ktorým je rast voľného cash flow na akciu.

⁷⁸ BARRICK GOLD CORPORATION, Employee Development. *barrick.com* [online].

⁷⁹ BARRICK GOLD CORPORATION, About Barrick Gold Corporation. *barrick.com* [online].

- Posledným z troch strategických cieľov je zameranie sa na kvalitu a nie kvantitu produkcie. V posledných rokoch produkuje menej uncí zlata, ale naopak zvyšuje voľné cash flow na akciu, ktoré bolo v roku 2016 najvyššie. Z uvedeného vyplýva, že spoločnosť dáva prednosť rastúcemu voľnému cash flow pred rastúcou produkciou zlata.⁸⁰

Produkcia zlata

Barrick Gold Corporation v roku **2016** vyprodukoval 5,52 miliónov uncí zlata, čo predstavuje približne 172 ton tohto žltého kovu a celkové náklady činili 730 amerických dolárov za trójsku uncu. Množstvo vyprodukovaného zlata každoročne klesá o niekoľko percent, čo môžeme vidieť v nasledujúcej tabuľke, pričom v roku 2016 sa produkcia znížila až o 9,8%. Na druhej strane, celkové náklady na produkciu jednej trójskej unce zlata majú tiež klesajúcu tendenciu a medziročný pokles činil 12%. Pre rok **2017** je odhadovaná celková produkcia zlata na 5,6 až 5,9 miliónov uncí s celkovými nákladmi 720 – 770 USD/Oz. V roku **2018** produkcia pravdepodobne spomalí na 4,8 – 5,3 miliónov uncí zlata s nákladmi 710 – 770 USD/Oz. Pre rok **2019** je predikovaná produkcia zlata 4,6 – 5,1 miliónov uncí s nákladmi opäť na úrovni 700 – 770 USD/Oz. Z uvedeného môžeme konštatovať, že spoločnosť má snahu udržať produkované množstvo zlata na hladine okolo 5 miliónov uncí zlata ročne, rovnako ako celkové náklady na produkciu jednej unce zlata na úrovni okolo 730 USD/Oz.⁸¹

Tabuľka 9 Produkcia zlata Barrick Gold Corp.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Predajná cena zlata [USD/Oz]	1228	1578	1669	1407	1265	1157	1248
AISC [USD/Oz]	-	-	1014	915	864	831	730
Produkcia [tis. Oz]	7765	7676	7421	7166	6249	6117	5517

⁸⁰ BARRICK GOLD CORPORATION, About Barrick Gold Corporation. *barrick.com* [online].

⁸¹ BARRICK GOLD CORPORATION, Production and cost outlook. *barrick.com* [online].

7.1.1 Analýza podnikových ukazovateľov

Analýza zisku a tržieb

Čistý zisk v roku 2016 činil 655 mil. USD v porovnaní so stratou v predchádzajúcom roku, ktorá bola na úrovni -2838 mil. USD. Spoločnosť dosahovala stratu štyri po sebe idúce roky až do roku 2016, kedy sa čistý zisk dostal do kladných hodnôt. Toto významné zlepšenie bolo spôsobené vyššími cenami zlata a medi v kombinácii s vyššími objemami predaja, nižších prevádzkových nákladov a nižších nákladov na prieskum a projekty. Tržby spoločnosti majú od roku 2012 mierne klesajúci charakter a čo sa týka zisku pred zdanením a úrokmi a samotného čistého zisku, tak tie čelia veľkej volatilitate, ktorá je spôsobená vo významnej miere cenou zlata.

Tabuľka 10 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb Barrick Gold Corp. v mil. USD

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	10970	14236	14547	12527	10239	9029	8560
EBIT	5233	7010	-303	-8819	-1868	-2418	2553
EAT	3582	4484	-665	-10366	-2907	-2838	655

Ukazovatele rentability

Z predchádzajúcej analýzy zisku bolo zistené, že v rokoch 2012 až 2015 spoločnosť dosahovala záporných výsledkov, a preto aj ukazovatele rentability v tomto období nadobúdajú záporné hodnoty, pretože všetky tieto ukazovatele vychádzajú z výšky dosahovaného zisku. Hodnoty rentability vlastného kapitálu odzrkadľujú nie len volatilitu dosahovaného čistého zisku, ale aj veľkosť vlastného kapitálu, ktorý na začiatku sledovaného obdobia činil 20734 mil. USD a v roku 2016 iba 10313 mil. USD. Čo sa týka celkových aktív, tak ich výška sa každoročne znižuje, rovnako ako dlhodobé záväzky, ktoré sú súčasťou ukazovateľa rentability dlhodobého investovaného kapitálu.

Tabuľka 11 Vývoj ukazovateľov rentability Barrick Gold Corp. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	15,79	17,54	-2,37	-64,78	-22,60	-30,02	6,35
ROA	15,70	14,34	-0,64	-23,55	-5,51	-9,19	10,11
ROCE	16,97	15,25	-0,70	-25,51	-5,96	-9,89	10,89
ROS	29,85	31,50	-3,70	-82,75	-28,39	-31,43	7,65

Ukazovatele zadlženosti

Jedným s cieľov spoločnosti Barrick Gold je zníženie celkovej zadlženosti podniku. V roku 2016 sa spoločnosti podarilo znížiť celkový dlh o 2,04 mld. USD, čo predstavuje približne 20% z celkového dlhu. Ďalej má Barrick v úmysle znížiť svoj celkový dlh, ktorý činí 7,9 mld. USD do konca roku 2018 o viac ako 2,9 mld. USD. Toto dosiahne pomocou predaja nadbytočných aktív, vytváraním nových joint ventures, partnerstiev apod..

Tabuľka 12 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Barrick Gold Corp. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Debt ratio	37,78	47,72	47,97	57,27	62,04	64,06	59,18
Equity ratio	62,22	52,27	51,89	42,73	37,96	53,94	40,82
Debt-equity ratio	60,71	91,29	92,44	134,03	163,40	178,24	144,97
Úrokové krytie	12,31	12,63	-0,44	-13,32	-2,64	-3,57	4,98

7.1.2 Akcie spoločnosti

Akcie spoločnosti Barrick Gold Corporation sú obchodované na burze v New Yorku a v Toronte pod symbolom ABX a sú zahrnuté v niekoľkých indexoch. V prvom rade ide o vyššie identifikované NYSE Arca Gold BUGS Index a AMEX Gold Miners Index, ďalej S&P/TSX Composite Index, S&P/TSX 60 Index, S&P Global 1200 Index, Philadelphia Gold/Silver Index a Dow Jones Sustainability Index. Spoločnosť do dnešného dňa vydala 1,17 miliárd akcií, z čoho je 1,16 miliárd v rámci systému free-float. V nasledujúcej tabuľke je prehľad základných informácií o akciách spoločnosti a podrobnejšia analýza vývoja ich kurzov bude uskutočnená v nasledujúcich odstavcoch.

Tabuľka 13 Základné črty emisie akcií Barrick Gold Corp. na NYSE

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *finance.yahoo.com*)

ISIN	CA0679011084
Ticker symbol	ABX
Počet vydaných akcií [mld. ks]	1,17
Počet free-float akcií [mld. ks]	1,16
Záverečný kurz k 22.3.2017	19,48 \$
52-týždenné minimum a maximum	12,64 \$ - 23,47 \$
Historické maximum	55,63 \$ (21.4.2011)

Na obrázku č. 6 je vyobrazený vývoj akcií spoločnosti Barrick Gold od roku 1985 a porovnanie s jedným z najvýznamnejších akciových indexov – S&P 500, pretože tento index odzrkadľuje výkonnosť najväčších amerických podnikov pôsobiacich na celosvetovej úrovni. Vývoj akcií je od ich počiatku z veľkej miery korelovaný s cenou zlata. Všeobecne je možné konštatovať, že pri zmene ceny zlata sa cena kurzu akcie mení niekoľkonásobne, či už pozitívnym alebo negatívnym smerom. Na vývoj kurzov majú ale vplyv i ekonomické či podnikové krízy. Cena akcie Barrick sa v roku 2011 vyšplhala na svoje historické maximum, ktoré činilo 55,63 USD za akciu, v tom istom roku, kedy cena zlata dosahovala tiež svojich najvyšších hodnôt. Prvý výrazný pokles kurzu bol zaznamenaný od 11. júla 2008 do 24. októbra toho istého roku, kedy akcie stratili viac ako 50% svojej hodnoty. Bolo to zapríčinené finančnou krízou v čase, kedy burzy po celom svete zaznamenávali hlboký prepad. Následne sa kurz dostal na svoje maximum v roku 2011 podporený rastom ceny zlata. Od tejto doby kurz akcie postupne klesal ruka v ruke s cenou zlata.

Obrázok 6 Vývoj akcií Barrick Gold Corp. a indexu S&P 500 od roku 1985

(Zdroj: www.google.com/finance)



Na nasledujúcom obrázku je znázornený vývoj akcií spoločnosti Barrick Gold za posledné dva roky. V septembri roku 2015 sa kurz akcií Barrick Gold dostal na najnižšiu hodnotu za posledných 26 rokov, a to 6,35 USD za akciu a do konca roku 2015 si kurz udržoval hodnotu okolo 8 USD za akciu. Nový rok 2016 znamenal pre akcie Barrick Gold dobrý štart. Tento rast bol prevažne odrazom úspešných reštrukturalizačných snáh vykonaných v roku 2015, ktoré zahrňovali predaj aktív, znižovanie dlhu a splnenie prevádzkových cieľov.⁸² V júli 2016 kurz dosiahol svoje 52-týždenné maximum a od tejto doby mierne klesal až do začiatku roku 2017 kedy začína pre cenu akcií Barrick Gold opäť rastový rok. Kombináciou dobrých hospodárskych výsledkov, plnenia cieľov (znižovanie dlhu, znižovanie nákladov) a cenou zlata by kurz mohol rásť a akciové tituly by sa mohli stať veľmi dobrou investíciou.

Obrázok 7 Vývoj akcií Barrick Gold Corp. za posledné 2 roky

(Zdroj: www.google.com/finance)



Čo sa týka dividendovej politiky spoločnosti Barrick Gold, tak svojim akcionárom platí pravidelné dividendy. Od roku 2010 štyri krát ročne, a to vždy k 15-temu dňu mesiaca marec, jún, september a december. Do roku 2010 boli dividendy vyplácané len dva krát ročne, a to v júni a decembri.⁸³ V nasledujúcej tabuľke je uskutočnený vývoj dividend a ukazovateľov, ktoré sa vzťahujú k výkonu akcií Barrick Gold. Tieto ukazovatele budú následne podrobené komparácii. Na vývoji ukazovateľov v predchádzajúcich rokoch sa opäť podpísal záporný zisk, a to hlavne na ukazovateli „price earnings ratio,“ ale od roku 2016 je jeho hodnota kladná a dokonca sa nachádza nad odborovým priemerom, ktorý

⁸² THE GLOBE AND MAIL INC., Barrick Gold: The TSX's star stock of 2016. theglobeandmail.com [online].

⁸³ BARRICK GOLD CORPORATION, Share price & Dividend. barrick.com [online].

činí 18,5. V tomto roku klesla výška vyplácanej dividendy, čo sa odzrkadlilo i na znížení dividendového výnosu, no na druhej strane sa veľkosť ukazovateľov P/S a P/BV zvýšila a pohybuje sa okolo odborového priemeru.

Tabuľka 14 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Barrick Gold Corp.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Trhová kapitalizácia [mld. USD]	53,07	45,25	33,74	20,54	12,52	8,6	18,62
EPS [USD]	3,63	4,49	-0,54	-10,14	-2,5	-2,44	0,56
Ročná dividendá [USD/akcia]	0,44	0,51	0,75	0,5	0,2	0,14	0,08
P/E ratio	14,65	10,08	-62,43	-1,74	-4,3	-3,02	28,54
P/BV ratio	2,78	1,94	1,54	1,52	1,22	1,2	2,35
P/S ratio	4,84	3,22	2,32	1,64	1,22	0,95	2,17
Dividendový výnos [%]	0,83	1,13	2,23	2,84	1,86	1,89	0,5

7.2 Agnico Eagle Mines Limited

Sídlo: Toronto, Kanada

Založenie: 1953

Web: www.agnicoeagle.com

Počet zamestnancov: 7500⁸⁴

Burzový symbol: AEM



AGNICO EAGLE

Obrázok 8 Logo spoločnosti Agnico Eagle

(Zdroj: www.agnicoeagle.com)

Spoločnosť vznikla v roku 1953 pod názvom Agnico Mines Limited, ktorej názov predstavuje skratky kovov – striebro (Ag), nikel (Ni) a kobalt (Co). V roku 1972 došlo k zlúčeniu Agnico Mines a Eagle Mines, čím vznikla Agnico Eagle Mines Limited. Spoločnosť je jedným z najväčších kanadských producentov zlata. V súčasnosti disponuje ôsmimi baňami v Kanade, Fínsku, Mexiku a k tomu uskutočňuje prieskumné a vývojové aktivity v Spojených štátoch amerických a Švédsku.

⁸⁴ AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Careers. agnicoeagle.com [online].

Stratégia spoločnosti⁸⁵

Stratégia Agnico Eagle Mines je udržiavať neustály rast, vysokú kvalitu a nízke riziko.

Na dosiahnutie týchto strategických cieľov sa musí držať nasledujúcich pilierov:

- Dosahovať taký výkon, aby znížila operačné riziko a generovala voľné cash flow a vytvárala tak hodnotu pre akcionárov spoločnosti.
- Vyvíjať a poskytovať príležitosti pre rast pracovníkov a ďalej rozvíjať a podporovať vývoj operácií a projektov.
- Zaisťovať bezpečné a sociálne prostredie a prispieť k prosperite zamestnancov, ich rodiny a komunit, v miestach kde spoločnosť pôsobí. Nakoniec uskutočňovať také procesy, ktoré budú šetrné k životnému prostrediu.

Produkcia zlata

Spoločnosť Agnico Eagle Mines Ltd. v roku 2016 vyprodukovala 1663 tis. uncí zlata s celkovými nákladmi 824 USD/Oz. Narozdiel od Barrick Gold, produkcia zlata sa od začiatku sledovaného obdobia zvyšovala, iba v roku 2016 bol zaznamenaný malý pokles. V roku 2017 je produkcia zlata odhadovaná na úrovni okolo 1550 tis. uncí s celkovými nákladmi v rozmedzí 850 – 900 USD/Oz. V roku 2018 by sa mala produkcia opäť znížiť na 1500 tis. uncí zlata, no ďalším rokom spoločnosť plánuje začať ťažiť v oblasti Nanuvat, čím by sa produkcia zvýšila na 1600 tis. uncí zlata. V roku 2020 je produkcia očakávaná až 2000 tis. uncí. Čo sa týka nákladov v ďalších rokoch, tak sa očakáva, že ich úroveň sa bude každoročne znižovať.

Tabuľka 15 Produkcia zlata Agnico Eagle Mines Ltd.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Predajná cena zlata [USD/Oz]	1250	1573	1667	1366	1261	1156	1250
AISC [USD/Oz]	-	-	-	952	954	810	824
Produkcia [tis. Oz]	987	985	1043	1099	1429	1671	1663

⁸⁵ AGNICO EAGLE MINES LIMITED, About Agnico. agnicoeagle.com [online].

7.2.1 Analýza podnikových ukazovateľov

Analýza zisku a tržieb

Agnico Eagle Mines Ltd. v roku 2016 vykázala čistý zisk 158 mil. USD, čo predstavuje 6-krát viac ako v roku predchádzajúcom. Tento nárast bol primárne spôsobený vyššími cenami zlata a striebra. Z tabuľky je možné konštatovať, že tržby spoločnosti kontinuálne narastajú od roku 2013 a čistý zisk sa nachádza v kladných hodnotách od roku 2014.

Tabuľka 16 Vývoj ukazovateľov rentability Agnico Eagle Mines Ltd. v mil. USD

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	1422,5	1821,8	1917,7	1638,4	1896,8	1985,4	2138,2
EBIT	435,20	-359,29	435,14	-370,68	189,12	82,63	268,46
EAT	322,12	-568,96	310,92	-406,53	82,97	24,58	158,82

Ukazovatele rentability

Spoločnosť Agnico Eagle Mines je známa tým, že má jednu z najlepších bilancií v odvetví ťažby zlata. Toto tvrdenie dokazuje i vývoj ukazovateľov rentability od roku 2013, kedy analyzované ukazovatele, menovite ROE, ROA, ROCE, ROS, majú kladnú hodnotu a relatívne nízku volatilitu oproti väčšine spoločností v tomto odvetví. Navyše, v roku 2016 mali hodnoty ukazovateľov rentability najpriaznivejšie výsledky od roku 2012 čo je dôkazom „zotavenia sa“ spoločností ťažiacich zlato po období strát kvôli rapídne poklesu cien zlata.

Tabuľka 17 Vývoj ukazovateľov rentability Agnico Eagle Mines Ltd. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	9,06	-17,69	9,12	-13,65	2,04	0,59	3,54
ROA	8,63	-7,13	9,43	-6,13	3,84	2,36	4,83
ROCE	9,13	-7,52	9,95	-6,40	4,03	2,48	5,13
ROS	23,35	-31,23	16,21	-24,81	4,37	1,24	7,43

Ukazovatele zadlženosti

Tak ako všetky spoločnosti v oblasti ťažby zlata či iných komodít, tak i Agnico Eagle Mines sa zameriava na každoročné kontinuálne znižovanie dlhu. V roku 2016 spoločnosť znížila svoj dlh tak o 346 mil. USD. Podobne ako to bolo u ukazovateľov rentability, tak

i ukazovatele zadlženosti dosiahli v roku 2016 najlepších hodnôt, a to od roku 2012. Ide najmä o ukazovateľ celkovej zadlženosti a úrokové krytie.

Tabuľka 18 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Agnico Eagle Mines Ltd. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Debt ratio	33,35	36,13	35,12	39,97	40,52	38,04	36,79
Equity ratio	66,64	63,62	64,88	60,03	59,48	61,96	63,2
Debt-equity ratio	33,36	36,13	35,12	39,96	40,52	38,04	36,77
Úrokové krytie	7,94	-5,96	8,22	-4,55	3,88	2,27	4,81

7.2.2 Akcie spoločnosti

Akcie spoločnosti Agnico Eagle Mines Ltd. sú obchodované na burze v New Yorku a v Toronte pod symbolom AEM. Počet vydaných akcií činí viac ako 225 mil. ks, z toho je približne 224 mil. ks v rámci systému free-float. V nasledujúcej tabuľke je prehľad základných črtov emisie akcií spoločnosti.

Tabuľka 19 Základné črty emisie akcií Agnico Eagle Mines Ltd. na NYSE

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *finance.yahoo.com*)

ISIN	CA0084741085
Ticker symbol	NYSE - AEM
Počet vydaných akcií [mil. ks]	225,74
Počet free-float akcií [mil. ks]	224,45
Záverečný kurz k 22.3.2017	44,37 \$
52-týždenné minimum a maximum	34,44 \$ - 60,10 \$
Historické maximum	80,71 \$ (1.11.2010)

Na obrázku č.9 je možné vidieť vývoj akcií spoločnosti Agnico Eagle Mines od roku 1978 a pre porovnanie tiež vývoj indexu S&P 500. V tomto prípade index S&P 500 má rýchlejšiu rast ako predmetné akcie. Akcie Agnico Eagle Mines opäť výrazne korelujú s cenou zlata. Prvý výrazný pokles kurzu bol zaznamenaný v októbri roku 2008 a hlavnou príčinou bola finančná kríza vo svete. Od tejto doby kurz rástol až kým nedosiahol svojho historického maxima v roku 2010, a to 80,71 USD za akciu. Od tohto bodu začína kurz opäť výrazne klesať a do konca roku 2011 stratil viac ako 55% svojej hodnoty. Od tejto

doby odchýlky kurzu nie sú až také výrazné. Pre bližšiu analýzu kurzu posledných dvoch rokov sa pozrieme na obrázok nižšie.

Obrázok 9 Vývoj akcií Agnico Eagle Mines Ltd. a indexu S&P 500 od roku 1978

(Zdroj: www.google.com/finance)



Koncom roku 2015 bola cena akcií Agnico Eagle Mines na vzostupe a konštantne rástla až do augusta 2016 kedy dosiahla maxima v sledovanom období, ktoré činilo 60,1 USD za akciu. Za toto obdobie jej hodnota vzrástla o skoro 60%. Do konca roku 2016 nasledoval pokles až k 37 USD za akciu. Nový rok 2017 ale priniesol vzostup kurzu k hodnotám okolo 50 USD za akciu a následne mierny pokles. V súčasnosti je kurz opäť na vzostupe a analytici v najbližších 12-tich mesiacoch očakávajú pozitívny vývoj.⁸⁶

Obrázok 10 Vývoj akcií Agnico Eagle Mines Ltd. za posledné 2 roky

(Zdroj: www.google.com/finance)



⁸⁶ USA COMMERCE DAILY, About Agnico Mines Is Rising. usacommercedaily.com [online].

Spoločnosť Agnico Eagle Mines vypláca svojim akcionárom pravidelné dividendy každý štvrtý rok a v súčasnosti to činí 0,1 USD na akciu štvrtročne, teda 0,4 USD na akciu ročne. Podobne ako to bolo u Barrick Gold, tak do roku 2011 boli dividendy vyplácané len 2 krát ročne, a to od roku 1983. Výhodou pre akcionárov stávajúcich, rovnako ako pre budúcich je, že veľkosť vyplácanej dividendy sa drží na relatívne vyššej úrovni a v posledných rokoch nepodlieha veľkej volatilitate.⁸⁷

Ako už bolo spomínané, tak spoločnosť generuje kladný výsledok hospodárenia od roku 2014 čo predstavuje i kladný vývoj analyzovaných ukazovateľov. P/BV ratio a P/S ratio sa nachádzajú mierne nad odborovým priemerom, pričom P/E ratio dosahuje hodnoty niekoľko násobne vyššie ako je odborový priemer. Vysoká hodnota tohto ukazovateľa v roku 2015 je spôsobená nízkou hodnotou EPS, ktorá v danom roku činila 0,11 USD na akciu.

Tabuľka 20 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Agnico Eagle Mines Ltd.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Trhová kapitalizácia [mld. USD]	12,41	6,27	8,9	4,85	5,58	8,13	12,74
EPS [USD]	2,05	-3,36	1,82	-3,97	0,43	0,11	0,71
Ročná dividendá [USD/akcia]	0,18	0,64	0,8	0,88	0,32	0,32	0,40
P/E ratio	37,37	-11,03	28,64	-11,92	67,26	330,64	79,51
P/BV ratio	3,38	1,95	2,61	1,63	1,37	1,96	2,83
P/S ratio	8,72	3,44	4,64	2,96	2,94	4,1	5,96
Dividendový výnos [%]	0,23	1,73	1,53	3,14	1,11	0,88	0,71

⁸⁷ AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Investor Relations. *agnicoeagle.com* [online].

7.3 Goldcorp Inc.

Sídlo: Vancouver, Kanada

Založenie: 1994

Web: www.goldcorp.com

Počet zamestnancov: 15800⁸⁸

Burzový symbol: NYSE: GG



Obrázok 11 Logo spoločnosti Goldcorp

(Zdroj: www.goldcorp.com)

Goldcorp Inc. je štvrtým najväčším producentom zlata na svete so sídlom v kanadskom Vancouveri. Spoločnosť bola založená v roku 1994 a zameriava sa na bezpečné praktiky pri ťažbe a na nízko-nákladovú produkciu z vysoko kvalitného portfólia baní. Goldcorp disponuje štyrmi baňami v Kanade, dvomi v Mexiku a ďalšími štyrmi v Strednej a Južnej Amerike a naďalej pripravuje niekoľko nových projektov v týchto oblastiach. Spoločnosť vyčlenila na prieskumné práce v roku 2017 celkovo 100 mil. USD.

Stratégia spoločnosti

Vízia Goldcorp Inc. je vytvoriť udržateľnú hodnotu pre všetkých akcionárov spoločnosti so zameraním sa na zvyšujúcu sa čistú hodnotu aktív na akciu. Toto sa snaží dosiahnuť týmito tromi atribútmi:

- Vysoká kvalita produkcie zlata so zameraním na znižovanie nákladov.
- Finančná sila a dostatočná likvidita.
- Dôraz na vysoko kvalitné náleziská zlata v politicko-stabilných jurisdikciách.⁸⁹

Produkcia zlata

Spoločnosť Goldcorp Inc. v roku 2016 vyprodukovala viac ako 2,8 milióna uncí zlata, čo predstavuje výrazné, až 17 percentné zníženie oproti predchádzajúcemu roku. Tento pokles bol spôsobený nižšou produkciou v bani Peñasquito a tiež vyčerpanie povrchových zásob v Cerro Negro a Eleonore. Na druhej strane, spoločnosť zaznamenala zníženie celkových nákladov na produkciu jednej uncie zlata, ktoré prebieha kontinuálne

⁸⁸ GOLDCORP, Our People. goldcorp.com [online].

⁸⁹ GOLDCORP, Why Goldcorp?. goldcorp.com [online].

od roku 2013. Toto zníženie odráža zameranie sa spoločnosti na znižovanie nákladov a tiež pozitívne účinky posilňovania amerického dolára. V roku **2017** je plánovaná produkcia zlata 2500 tis. uncí zlata s predpokladanými celkovými nákladmi 850 USD/Oz, v ďalšom roku by mala produkcia ostať na rovnakej úrovni, pričom sa predpokladá, že náklady opäť poklesnú, a to na 800 USD/Oz. Vďaka pripravovaným projektom sa od roku **2019** produkcia bude zvyšovať a po roku **2020** by sa mala ustáliť na približne 3000 tis. uncí zlata s nákladmi 700USD/Oz. Z uvedeného vyplýva, že spoločnosť má dobré výhľady do budúcnosti, pretože v priebehu piatich rokov plánuje znížiť celkové náklady na jednu uncu o 20% a zároveň produkciu zvýšiť rovnako o 20%.⁹⁰

Tabuľka 21 Produkcia zlata, jeho predajná cena a náklady spoločnosti Goldcorp Inc.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Predajná cena zlata [USD/Oz]	1240	1572	1672	1385	1264	1153	1244
AISC [USD/Oz]	-	-	884	1031	949	894	856
Produkcia [tis. Oz]	2467	2514	2396	2667	2871	3464	2873

7.3.1 Analýza podnikových ukazovateľov

Analýza zisku a tržieb

Goldcorp v predchádzajúcich rokoch čelila veľkým stratám, a to konkrétne v rokoch 2013 až 2015. I napriek zvýšeniu tržieb o 27% v roku 2015 oproti predchádzajúcemu roku, spoločnosť dosiahla stratu až 4,16 mld. USD. No rok 2016 bol z tohto pohľadu pre spoločnosť pozitívny. Čistý zisk sa rovnal 162 mil. USD a oproti roku 2015 sa zvýšil o skoro 4 miliardy USD. Toto zlepšenie bolo dosiahnuté i napriek zníženiu tržieb z 4375 mil. USD v roku 2015 na 3510 mil. USD v roku 2016.

⁹⁰ THE MOTLEY FOOL CANADA, ULC., Should Goldcorp Inc. Be in Your Portfolio Today?. *fool.ca* [online].

Tabuľka 22 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb Goldcorp Inc. v mil. USD

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	3799,8	5362	4660	3687	3436	4375	3510
EBIT	1825,2	2590	2282	-2299	-1759	-3716	359
EAT	1566,1	1881	1749	-2709	-2159	-4157	162

Ukazovatele rentability

V rokoch 2013 až 2015, podobne ako u väčšiny ukazovateľov, zaznamenávame záporných hodnôt, pretože spoločnosť v tomto období vykazovala stratu. Na výslednú hodnotu ukazovateľov nemá vplyv len dosiahnutý zisk, resp. strata, ale aj položky súvahy, a to najmä výška vlastného kapitálu a celkových aktív. Výška vlastného kapitálu sa každoročne znižuje a od roku 2010 po rok 2016 tento pokles činil viac ako 34%. Podobne je na tom i výška celkových aktív, pokles od začiatku sledovaného obdobia činil 25%. V súčasnosti sú hodnoty ukazovateľov rentability na nízkej úrovni z dôvodu dosiahnutého nízkeho zisku.

Tabuľka 23 Vývoj ukazovateľov rentability Goldcorp Inc. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	7,67	8,75	7,63	-13,71	-12,57	-32,36	1,21
ROA	6,34	8,82	7,37	-7,78	-6,31	-17,34	1,67
ROCE	6,57	9,05	7,63	-8,35	-6,70	-18,23	1,73
ROS	41,22	35,08	37,53	-73,47	-62,83	-95,02	4,62

Ukazovatele zadlženosti

V polovici roku 2015 Goldcorp navýšila svoj dlh z 2 mld. USD na 3 mld. USD čo spôsobilo zvýšenie ukazovateľa celkovej zadlženosti. Na druhej strane, k 31.12.2016 činil dlh spoločnosti 2,7 mld. USD, čo predstavuje zníženie dlhu o 11% oproti predchádzajúcemu roku 2015. Tento pokles bol predovšetkým dôsledkom splatenia argentínskeho dlhu v štvrtom kvartály roku 2016. So splátkou tejto časti dlhu, spoločnosť nemá žiadny dlh splatný až do marca 2018, kedy musí splatiť vydané dlhopisy vo výške 500 mil. USD. Zbytok dlhu je splatný až po roku 2020.⁹¹ V nasledujúcej tabuľke vidíme,

⁹¹ GOLDCORP, Reports & Filings, Annual Report 2016. *goldcorp.com* [online].

že hodnota ukazovateľa debt ratio a debt-equity ratio sa v sledovanom období každoročne zvyšovala až do roku 2015. Úrokové krytie dosahovalo v rokoch 2013 až 2015 záporných hodnôt kvôli vykazovaným stratám, no v roku 2016 už bola táto hodnota kladná.

Tabuľka 24 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Goldcorp Inc. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Debt ratio	29,16	26,86	25,99	33,17	38,37	40,04	37,60
Equity ratio	70,08	73,14	74,01	66,83	61,63	59,96	62,40
Debt-equity ratio	41,17	36,72	35,11	49,63	62,23	66,78	60,25
Úrokové krytie	34,90	112,61	76,07	-46,92	-35,89	-27,53	2,62

7.3.2 Akcie spoločnosti

Akcie spoločnosti Goldcorp Inc. sú obchodované najmä na burze v New Yorku (NYSE) pod symbolom GG a v Toronte (TSX) pod symbolom G. Spoločnosť je tiež zahrnutá v niekoľkých indexoch, ako napríklad S&P/TSX 60 component, NYSE Arca Gold BUGS Index a AMEX Gold Miners Index. Do dnešného dňa vydala viac ako 853,81 mil. akcií a v rámci free-float 847,65 mil. akcií. Tabuľka ďalej obsahuje informácie o kurzoch akcií, ktorých vývoj bude analyzovaný v odstavci nižšie.

Tabuľka 25 Základné črty emisie akcií Goldcorp Inc. na NYSE

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe finance.yahoo.com)

ISIN	CA3809564097
Ticker symbol	NYSE - GG
Počet vydaných akcií [mil. ks]	853,81
Počet free-float akcií [mil. ks]	847,65
Záverečný kurz k 22.3.2017	15,96 \$
52-týždenné minimum a maximum	11,91 \$ - 20,38 \$
Historické maximum	55,83 \$ (1.4.2011)

Na prvý pohľad je vývoj kurzu akcií Goldcorp korelovaný s cenou zlata. Svojho maxima kurz dosiahol v roku 2011, rovnako ako aj cena fyzického zlata. Odvtedy, podobne ako u ďalších spoločností ťažiacich zlato, kurz postupne klesal „ruka v ruku“ s cenou zlata, a to o viac ako 60%. Najrýchlejší pokles kurzu bol zaznamenaný od júla do októbra 2011, kedy kurz klesol až o 55%.

Obrázok 12 Vývoj akcií Goldcorp Inc. a indexu S&P 500 od roku 1994

(Zdroj: www.google.com/finance)



V súčasnosti je kurz akcií v celku volatilný čo je možné vidieť na obrázku č. 12, ktorý ilustruje vývoj akcií Goldcorp za posledné dva roky. Ako bolo spomínané vyššie, od svojho dosiahnutého maxima akcie postupne klesali až do začiatku roku 2016, kedy dosiahli svoje 13 ročné minimum. Nasledoval nárast podporený zvyšujúcou sa cenou zlata až do polovice toho roku, podobne ako to bolo u zvyšných analyzovaných spoločností. Po správach v marci v roku 2017, že spoločnosť je pripravená minúť 1 mld. USD spolu s Barrick Gold Corporation do chilského joint venture akcie klesli o 7%. Počiatočné náklady by činili 445 mil. USD, ale spoločnosti by priniesli nové operácie na viac ako troch lokáciách v Chile. Tento počín je dôkazom, že management Goldcorp „dychtí“ po stále nových príležitostiach a možnostiach rastu.⁹²

Obrázok 13 Vývoj akcií Goldcorp Inc. za posledné 2 roky

(Zdroj: www.google.com/finance)



⁹² THE MOTLEY FOOL CANADA, ULC., Goldcorp Inc. Is Taking Plunge: Time to Sell?. *fool.ca* [online].

Spoločnosť Goldcorp vypláca svojim akcionárom pravidelné dividendy každý štvrt'rok. Od roku 2003 do marca 2016 boli dividendy vyplácané každý mesiac v roku. V júni roku 2016 Goldcorp zrealizovala dividendový reinvestičný plán (DRIP – Dividend Reinvestment Plan), ktorý umožňuje akcionárom investovať peňažné dividendy do ďalších kmeňových akcií tejto spoločnosti so zľavou 3% priemernej trhovej ceny.⁹³ V roku 2016 bola ročná vyplatená dividendy viac ako 3-krát nižšia ako v roku 2015. Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií je opäť z veľkej miery ovplyvnený výsledkom hospodárenia spoločnosti a z tohto dôvodu majú niektoré ukazovatele v rokoch 2013-2015 zápornú hodnotu, pretože Goldcorp v týchto rokoch vykázala stratu. P/S ratio sa v celom sledovanom období nachádza nad odborovým priemerom a naopak P/BV mierne pod ním. „Price earnings ratio“ má hodnotu vysoko nad priemerom a je to spôsobené nízkou hodnotou ukazovateľa EPS.

Tabuľka 26 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Goldcorp Inc.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Trhová kapitalizácia [mld. USD]	33,18	36,34	29,61	18,69	17,46	13,21	15,59
EPS [USD]	2,14	2,34	2,16	-3,34	-2,66	-5,03	0,19
Ročná dividendy [USD/akcia]	0,40	0,41	0,60	0,60	0,60	0,45	0,12
P/E ratio	21,19	19,32	16,93	-6,90	-8,09	-3,18	96,21
P/BV ratio	1,63	1,69	1,29	0,95	1,02	1,03	1,16
P/S ratio	8,73	6,78	6,34	5,06	5,08	3,02	4,43
Dividendový výnos [%]	0,88	0,9	1,64	2,6	2,79	2,81	0,66

⁹³ GOLDCORP, Dividends. *goldcorp.com* [online].

7.4 Newmont Mining Corporation

Sídlo: Greenwood Village, Colorado, USA

Založenie: 1921

Web: www.newmont.com

Počet zamestnancov: 12400⁹⁴

Burzový symbol: NEM



Obrázok 14 Logo spoločnosti Newmont

(Zdroj: www.newmont.com)

Newmont Mining Corporation patrí medzi najväčších producentov zlata na svete. Spoločnosť bola založená v roku 1921 a jej sídlo sa nachádza v Colorade v Spojených štátoch amerických. Newmont je lídrom v oblasti vytvárania hodnôt a tiež jedinou spoločnosťou ťažiacou zlato, ktorá je súčasťou indexu S&P 500. Čo sa týka samotnej ťažby, tak Newmont uskutočňuje svoje operácie v Austrálii, Ghane, Peru, Suriname a hlavne v Spojených štátoch amerických, kde disponuje štyrmi baňami v štáte Nevada a jednou v Colorade.

Stratégia spoločnosti

Stratégia spoločnosti Newmont je vytvárať hodnotu pre svojich „shareholders“ a ďalších „stakeholders,“ s úsilím o zvyšovanie efektivity, vytváranie konkurenčnej výhody prostredníctvom schopností a systémov a posilňovanie svojho portfólia budovaním dlhotrvajúcich a nízko nákladových aktív. Táto stratégia je podporená splnením týchto piatich platforiem: bezpečnosť a ochrana zdravia, dokonalosť prevádzky, rast, ľudia a udržateľnosť.⁹⁵

Produkcia zlata

V roku 2016 spoločnosť vyprodukovala viac ako 5,2 mil. uncí zlata, čo predstavuje zvýšenie oproti predchádzajúcemu roku o 200 tis. uncí. Produkcia v roku 2016 pochádza približne z 39% zo Severnej a 14% Južnej Ameriky, 31% z Pacifickej oblasti a 16% z Afriky. Celkové náklady na produkciu zlata boli 912USD za uncu zlata, čo predstavuje

⁹⁴ NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2016. [newmont.com](http://www.newmont.com) [online].

⁹⁵ NEWMONT MINING CORPORATION, Strategy. [newmont.com](http://www.newmont.com) [online].

22% zníženie od roku 2012. 5 ročný výhľad produkcie spoločnosti je stála výroba, udržanie si konkurencieschopných nákladov a pokračujúce investície do nových projektov.⁹⁶

Tabuľka 27 Produkcia zlata Newmont Mining Corp.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Predajná cena zlata [USD/Oz]	1222	1562	1662	1393	1260	1149	1243
AISC [USD/Oz]	-	1082	1192	1105	996	933	912
Produkcia [tis. Oz]	6418	5873	5583	5463	5155	5031	5243

7.4.1 Analýza podnikových ukazovateľov

Analýza zisku a tržieb

Spoločnosť zaznamenala v roku 2016 zvýšenie tržieb o približne 10%, no i napriek tomu vykázala stratu až 923 mil. USD. Tieto výsledky v porovnaní s rokom 2015 boli spôsobené najmä vysokým poplatkom za znehodnotenie súvisiace s aktívami v Južnej Amerike, uzatváraním bane Yanacocha a zvýšením opravných položiek spoločnosti k odloženým daňovým pohľadávkam. Na druhej strane, tieto faktory znižujúce zisk boli kompenzované vyššími objemami predaja zlata a jeho zvýšenou cenou. Naposledy podnik vykázal stratu v roku 2013, ktorá bola zapríčinená výrazným poklesom ceny zlata a vyššími daňami.⁹⁷

Tabuľka 28 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb Newmont Mining Corp. v mil. USD

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	9540	10358	9868	8414	7292	6085	6711
EBIT	4251	1929	3236	-1679	863	992	-87
EAT	3116	972	2118	-2795	329	304	-923

⁹⁶ NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2016. *newmont.com* [online].

⁹⁷ NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2016. *newmont.com* [online].

Ukazovatele rentability

V rokoch, kedy cena zlata dosahovala najvyšších hodnôt, teda od roku 2010 po rok 2012 sa ukazovatele rentability spoločnosti Newmont Mining tiež pohybovali v nadpriemerných hodnotách. Zlom nastal od roku 2013, kedy bola vykázaná strata a ukazovatele dosahovali záporných hodnôt. Rovnaká situácia nastala i v poslednom analyzovanom roku, kedy sa ukazovatele rentability dostali pod nulovú hranicu. Čo sa týka celkových aktív, tak spoločnosť ich udržiava na relatívne rovnakej úrovni a od začiatku sledovaného obdobia klesli o necelých 18%, podobne ako vlastný kapitál, ktorý klesol za rovnaké obdobie o 20%.

Tabuľka 29 Vývoj ukazovateľov rentability Newmont Mining Corp. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	23,35	7,54	15,38	-27,97	3,20	2,68	-8,61
ROA	16,56	7,39	10,91	-6,82	3,46	3,95	-0,004
ROCE	20,69	10,00	13,87	-8,86	4,34	4,88	-0,005
ROS	32,66	9,38	21,46	-33,22	4,50	4,99	-13,75

Ukazovatele zadlženosti

Hodnoty ukazovateľov celkovej zadlženosti, Equity ratio a Debt-equity ratio sú v rokoch 2015 a 2016 na relatívne rovnakej úrovni. Je to spôsobené tým, že Newmont v priebehu roku 2016 splatila časť svojho dlhu vo výške 1,3 mil. USD a zároveň znížila úroveň celkových aktív a vlastného kapitálu ako bolo spomínané v predchádzajúcom odstavci. Zmena nastala pri ukazovateli úrokové krytie, a to z dôvodu vykázania straty v roku 2016.

Tabuľka 30 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Newmont Mining Corp. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Debt ratio	38,76	39,60	42,84	47,54	47,38	43,13	43,54
Equity ratio	61,24	60,40	57,16	52,46	52,14	56,87	56,65
Debt-equity ratio	63,29	65,56	74,95	90,62	90,36	75,83	77,12
Úrokové krytie	15,24	7,91	13,00	-5,54	2,62	3,56	-0,32

7.4.2 Akcie spoločnosti

Akcie spoločnosti Newmont Mining Corporation sú v súčasnosti obchodované len na burze v New Yorku pod symbolom NEM. Ako už bolo spomínané vyššie, akcie spoločnosti sú tiež súčasťou Indexu Standard & Poor's 500, Dow Jones Sustainability Index, NYSE Arca Gold BUGS Index a AMEX Gold Miners Index. Počet vydaných akcií do dnešného dňa je 531,5 mil. akcií a v rámci systému free-float 529,19 mil. V tabuľke je prehľad základných informácií o emisii akcií a ich kurzov.

Tabuľka 31 Základné črty emisie akcií Newmont Mining Corp. na NYSE

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *finance.yahoo.com*)

ISIN	US6516391066
Ticker symbol	NYSE - NEM
Počet vydaných akcií [mil. ks]	531,50
Počet free-float akcií [mil. ks]	529,19
Záverečný kurz k 22.3.2017	33,84 \$
52-týždenné minimum a maximum	24,59 \$ - 46,07 \$
Historické maximum	68,88 \$ (1.11.2011)

Na obrázku č. 15 je znázornený vývoj akcií Newmont a pre porovnanie aj index S&P 500, ktorého je spoločnosť súčasťou. Na prvý pohľad je možné vidieť rýchlejší vývoj indexu oproti samotným akciám a nižšiu volatilitu oproti ostatným sledovaným spoločnostiam. Výrazná zmena ceny bola zaznamenaná v roku 1987, ďalej pred rokom 1999 a tiež v roku 2008, počas finančnej krízy po celom svete. Následne bol kurz vytláčaný smerom nahor a historické maximum Newmont Mining Corporation dosiahla 1.11.2011, kedy kurz akcie činil 68,88 USD za akciu. Tento historický nárast bol primárne spôsobený historickou cenou zlata, tak ako aj u ostatných „zlatých“ spoločností. Bližší vývoj akcií za posledné dva roky je v nasledujúcom odstavci.

Obrázok 15 Vývoj akcií Newmont Mining Corp. a indexu S&P 500 od roku 1978

(Zdroj: www.google.com/finance)



Koncom marca 2017 akcie spoločnosti Newmont Mining dosiahli hodnoty okolo 33 USD za akciu. Oproti 52-týždennému maximu z augusta 2016 to znamená pokles o viac ako 30%. No na druhej strane, oproti minimu, ktoré činilo 24,59 v marci 2016 ide o skoro 25% nárast.⁹⁸ Za sledované obdobie bol najväčší nárast zaznamenaný od marca 2016 do augusta toho roku. Tento nárast bol spôsobený, rovnako ako u predošlých analyzovaných spoločností, narastajúcou cenou zlata. Do začiatku roku 2017 kurz klesol a odvtedy nebola zaznamenaná výrazná volatilita.

Obrázok 16 Vývoj akcií Newmont Mining Corp. za posledné 2 roky

(Zdroj: www.google.com/finance)



Spoločnosť vypláca svojim akcionárom dividendy štvrtročne. V minulom roku sa ročná dividendy zvýšila o 23%, no na druhej strane oproti roku 2013, ide o zníženie o viac ako 1 USD za akciu. Spoločnosť oznámila, že v prvom kvartáli roku 2017 bude dividendová

⁹⁸ USA COMMERCE DAILY, Inspecting more closely technicals of Newmont. usacommercedaily.com [online].

politika viazaná na cenu zlata. Pri zvýšení ceny zlata, akcionári môžu očakávať i zvýšenie vyplácanej čiastky dividendy.⁹⁹ V roku 2016 Newmont Mining Corp. zaznamenal výrazné zvýšenie trhovej kapitalizácie oproti predchádzajúcim rokom, ktoré bolo spôsobené vydaním nových akcií a tiež o skoro 50% vyššou uzatváracou cenou akcie ako na konci roku 2015. Ukazovateľ P/E ratio sa na konci roku 2016 nachádzal v záporných hodnotách, a to kvôli zápornému výsledku hospodárenia. Ďalej ukazovatele P/BV ratio a P/S ratio sa nachádzajú mierne nad odborovým priemerom. Dividendový výnos je v súčasnosti najnižší sa celé sledované obdobie.

Tabuľka 32 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Newmont Mining Corp.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Trhová kapitalizácia [mld. USD]	41,25	57,19	25,88	12,35	10,15	12,72	26,65
EPS [USD]	4,64	1,02	3,80	-5,21	1,10	0,43	-1,18
Ročná dividendá [USD/akcia]	0,50	1,00	1,40	1,23	0,23	0,10	0,13
P/E ratio	13,24	58,83	12,22	-4,42	17,18	41,84	-28,87
P/BV ratio	3,09	4,43	1,88	1,24	0,99	1,12	2,49
P/S ratio	4,23	5,52	2,62	1,47	1,39	2,09	3,97
Dividendový výnos [%]	0,81	1,66	3,01	5,34	1,22	0,56	0,38

⁹⁹ NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2016. *newmont.com* [online].

7.5 AngloGold Ashanti Limited

Sídlo: Johannesburg, Juhoafrická republika

Založenie: 1998

Web: www.anglogoldashanti.com

Počet zamestnancov: 52649¹⁰⁰

Burzový symbol: NYSE: AU



Obrázok 17 Logo spoločnosti AngloGold Ashanti

(Zdroj: www.anglogoldashanti.com)

AngloGold Ashanti Ltd. so sídlom v Johannesburgu v Juhoafrickej republike je treťou najväčšou spoločnosťou ťažiacu zlato na svete meranou veľkosťou produkcie. Jej vznik sa datuje do roku 1998 pod menom AngloGold Limited. V tom istom roku sa AngloGold stala prvou Juhoafrickou spoločnosťou zapísanou na newyorskej burze. V roku 2004 sa zlúčila so spoločnosťou Ashanti Goldfields Corporation a od vtedy je známa pod súčasným menom AngloGold Ashanti Ltd. V dnešnej dobe vlastní 17 zlatých baní v celkovo deviatich krajinách sveta (Argentína, Austrália, Brazília, Ghana, Guinea, Mali, Demokratická republika Kongo, Juhoafrická republika a Kongo) na 3 kontinentoch, rovnako ako niekoľko prieskumných programov v stávajúcich, ale i nových regiónoch sveta s výskytom zlatonosnej rudy.¹⁰¹

Stratégia spoločnosti

Hlavným strategickým cieľom AngloGold Ashanti je vytváranie udržateľného free cash flow so zameraním sa na nasledujúce kľúčové ciele:

- Zameranie sa na ľudí, bezpečnosť a udržateľnosť. To znamená, že podnikanie musí prebiehať paralelne v súlade s hodnotami spoločnosti, a to v udržateľnom dlhodobom horizonte.
- Optimalizovať režijné náklady a kapitálové výdaje, teda všetky výdajové rozhodnutia musia byť podrobne kontrolované na zistenie, či sú nevyhnutné na naplnenie základného obchodného cieľa.
- Neustále zlepšovanie kvality portfólia

¹⁰⁰ STATISTA, Number of employees at AngloGold Ashanti. statista.com [online].

¹⁰¹ ANGLOGOLD ASHANTI, About Us, History. anglogoldashanti.com [online].

- Zabezpečenie finančnej flexibility¹⁰²

Produkcia zlata

Produkcia zlata v roku 2016 činila viac ako 3600 tis. uncí zlata, čo znamenalo 5 percentné zníženie oproti predchádzajúcemu roku. Produkcia bola negatívne ovplyvnená nižšou produkciou z viacerých operácií v Juhoafrickej republike a do značnej miery i v dôsledku bezpečnostných odstávok, či nižšiemu stupňu zlata na vyťaženie tonu v niektorých miestach pôsobenia. Avšak, baňa Mponeng (Juhoafrická republika) v tom istom roku zaznamenala zvýšenie produkcie o 16% a zníženie celkových nákladov o 14%. Celkovo sa ale náklady zvýšili z 910 na 986 USD/Oz čo bolo spôsobené slabšími menami v niektorých jurisdikciách, zvýšením kapitálových výdajov a nákladov na prieskum. Od roku 2012 ale celkové náklady na jednu uncu zlata klesajú, iba v roku 2016 bol zaznamenaný menší nárast. V roku 2017 AngloGold Ashanti Ltd. predpokladá produkciu zlata v rozmedzí 3600 – 3750 tisíc uncí zlata s celkovými nákladmi medzi 1050 – 1100 USD/Oz.¹⁰³

Tabuľka 33 Produkcia zlata AngloGold Ashanti Ltd.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Predajná cena zlata [USD/Oz]	1227	1576	1664	1401	1264	1179	1274
AISC [USD/Oz]	-	-	1251	1174	1026	910	986
Produkcia [tis. Oz]	4515	4331	3944	4110	4436	3818	3606

7.5.1 Analýza podnikových ukazovateľov

Analýza zisku a tržieb

Na prvý pohľad je možné vidieť zlepšenie hospodárskeho výsledku oproti predchádzajúcemu roku. Čistý zisk v roku 2016 činil 80 mil. USD v porovnaní so stratou -70 mil. USD v roku 2015. Nárast zisku bol predovšetkým spôsobený vyššou cenou zlata,

¹⁰² ANGGOLD ASHANTI, A Truly Global Producer of Gold. *anglogoldashanti.com* [online].

¹⁰³ ANGGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2016. *anglogoldashanti.com* [online].

zameraním sa na kontrolu nákladov, úrokovým úsporám apod. Za sledované obdobie bola zaznamenaná najvyššia strata v roku 2013, a to vo výške až -2200 mil. USD.

Tabuľka 34 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb AngloGold Ashanti Ltd. v mil. USD

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	5514	6925	6632	5708	5110	4174	4254
EBIT	518	2202	1127	-2102	471	337	495
EAT	129	1598	849	-2200	-39	-70	80

Ukazovatele rentability

Na negatívny vývoj ukazovateľov rentability má opäť vplyv záporný čistý zisk v rokoch 2013 až 2015. Po zlepšení situácie v roku 2016 sú hodnoty týchto ukazovateľov v kladných hodnotách, no nižšie ako je odborový priemer. Výška celových aktív a vlastného kapitálu sa znižuje rovnako ako u predošlých analyzovaných spoločností.

Tabuľka 35 Vývoj ukazovateľov rentability AngloGold Ashanti Ltd. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	3,23	31,78	15,59	-71,45	-1,37	-2,88	2,95
ROA	5,43	20,39	8,88	-21,73	5,16	4,63	6,92
ROCE	6,14	22,64	10,52	-24,99	5,79	5,15	7,79
ROS	2,34	23,08	12,25	-38,85	-0,76	-1,68	1,88

Ukazovatele zadlženosti

Celková zadlženosť spoločnosti je v súčasnosti na hodnote 61,15% a v porovnaní s predchádzajúcim rokom ide o skoro 5% zníženie tohto ukazovateľa. Tento pokles je spôsobený najmä tým, že v roku 2016 spoločnosť znížila svoj dlh o 13% na 1,92 mld. USD z 2,19 mld. USD.

Tabuľka 36 Vývoj ukazovateľov zadĺženosti AngloGold Ashanti Ltd. v %

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Debt ratio	56,85	52,18	56,92	67,88	68,57	66,13	61,15
Equity ratio	43,15	47,82	43,08	32,12	31,43	33,87	38,50
Debt-equity ratio	131,75	109,10	132,13	-211,36	218,15	195,26	159,73
Úrokové krytie	4,37	15,45	6,24	-8,83	1,98	1,60	3,19

7.5.2 Akcie spoločnosti

Akcie AngloGold Ashanti sú obchodované na štyroch burzách, a to v New Yorku (NYSE), Austrálii (ASX), Johannesburgu (JSE) a v Ghane (GhSE). Počet vydaných akcií spoločnosti je 408,22 mil. ks a v rámci systému free-float iba o niečo menej, teda 407,67 mil. ks. V tabuľke je možné vidieť ďalšie základné informácie o emisiách akcií AngloGold Ashanti Ltd..

Tabuľka 37 Základné črty emisie akcií AngloGold Ashanti Ltd. na NYSE(Zdroj: vlastné spracovanie na základe *finance.yahoo.com*)

ISIN	ZAE000043485
Ticker symbol	NYSE - AU
Počet vydaných akcií [mil. ks]	408,22
Počet free-float akcií [mil. ks]	407,67
Záverečný kurz k 22.3.2017	11,07 \$
52-týždenné minimum a maximum	9,28 \$ - 22,91 \$
Historické maximum	61,18 \$ (1.1.2006)

Na obrázku č. 18 je znázornený vývoj akcií od roku 1998 a porovnanie s vývojom indexu S&P 500. Historické maximum bolo dosiahnuté na začiatku roku 2006 a činilo 61,18 USD za akciu. Od tej doby nasledoval výrazný pokles spôsobený najmä finančnou krízou vo svete v roku 2008. Akcie sa vtedy prepádli o viac ako 70%. Následne bol kurz podporený rastom cien zlata a zvýšeným dopytom, pretože investori po kríze hľadali bezpečnejšie útočisko ktorým je zlato. Tento rastový trend pokračoval až po polovici roka 2011, kedy svojho vrcholu dosiahlo i zlato. Od tejto doby nasleduje výrazne klesanie ceny akcií spôsobené mnohými faktormi. Bližšia analýza vývoja kurzu akcií AngloGold Ashanti za posledné dva roky je ilustrovaná v nasledujúcom odstavci.

Obrázok 18 Vývoj akcií AngloGold Ashanti Ltd. a indexu S&P 500 od roku 1998

(Zdroj: www.google.com/finance)



V sledovanom období je opäť možné vidieť výrazný nárast kurzu akcie na začiatku roku 2016 a následne výrazný pokles do konca toho istého roku. Prvý výrazný nárast bol zaznamenaný vo februári 2016, kedy kurz akcií narástol až o 50%. Bolo to spôsobené rýchlo zvyšujúcou sa cenou zlata a tiež vyšším dopytom po tomto drahom kove. Napríklad v prípade Newmont Mining Corporation išlo „len“ o 25% zvýšenie ceny akcií, čo je reletívne veľký rozdiel.¹⁰⁴ Rast ceny akcií pokračoval a svojho vrcholu dosiahol v auguste 2016 na hodnote 22,91USD za akciu. Následne kurz kopíroval vývoj ceny zlata a kontinuálne klesal až do začiatku roku 2017. Od začiatku roku cena akcií stúpila o skoro 2USD na akciu.

Obrázok 19 Vývoj akcií AngloGold Ashanti Ltd. za posledné 2 roky

(Zdroj: www.google.com/finance)



¹⁰⁴ THE MOTLEY FOOL, LLC., Why AngloGold Ashanti Ltd.'s Rose 50,2%. *fool.com* [online].

Spoločnosť AngloGold Ashanti platí akcionárom pravidelné dividendy už od svojho založenia a počas roku 2010 zmenila vyplácanie 2 krát za rok na vyplácanie štvrťročné. V máji roku 2013 sa ale vyplácanie dividend prerušilo až do roku 2016, kedy boli dividendy opäť deklarované po 3 ročnej prestávke. Budúce dividendy závisia predovšetkým na finančnej situácii, vyhládke budúcich ziskov a na ďalších faktoroch. V predchádzajúcich rokoch bola hodnota vyplácanej dividendy vcelku rozdielna a v roku 2016 činila približne 0,09USD za akciu. V tabuľke je vývoj najdôležitejších ukazovateľov, ktoré závisia na výkonoch akcií spoločnosti. Ukazovateľ P/S ratio sa nachádza na úrovni odborového priemeru a P/BV ratio len tesne za ním. Naopak, P/E ratio má skoro 4-krát väčšiu hodnotu ako je odborový priemer a je to spôsobené nízkou hodnotou čistého zisku na akciu. V konečnom dôsledku, tak ako to bolo u väčšiny analyzovaných spoločností, bol rok 2016 úspešnejším ako rok predchádzajúci.

Tabuľka 38 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií AngloGold Ashanti Ltd.

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Trhová kapitalizácia [mld. USD]	18,77	16,23	12,02	4,47	3,52	2,87	4,29
EPS [USD]	0,2	0,41	0,23	-5,68	-0,14	-0,20	0,15
Ročná dividendá [USD/akcia]	0,20	0,49	0,35	0,05	-	-	0,09
P/E ratio	246,2	103,5	136,4	-2,03	-62,1	-35,5	70,07
P/BV ratio	4,71	3,23	2,21	1,46	1,24	1,18	1,58
P/S ratio	3,40	2,34	1,74	0,80	0,68	0,69	1,01
Dividendový výnos [%]	0,41	1,15	1,12	0,43	-	-	0,86

8 KOMPARÁCIA JEDNOTLIVÝCH ANALYZOVANÝCH SPOLOČNOSTÍ PODĽA VYBRANÝCH KRITÉRIÍ

V nasledujúcej kapitole budú jednotlivé analyzované spoločnosti navzájom porovnávané na základe komparačnej metódy. K tomuto účelu bola určená bodovacia metóda so zvolenými kritériami hodnotenia, ktoré odpovedajú štatútu hedgeového fondu. Ako bolo spomínané v metodológii práce, tak bodovacia metóda je komplexné porovnanie jednotlivých spoločností viacerými kritériami naraz a s prihliadnutím na preferencie investorov či akcionárov. Na základe preferencií managementu hedgeového fondu a subjektívnemu názoru bolo vybraných šesť nasledujúcich ukazovateľov, ktoré majú určitú vypovedajúcu hodnotu a pre porovnanie spoločností podnikajúcich v ťažobnom priemysle sú vyhovujúce. Najskôr budú spoločnosti komparované pri jednotkových váhach a následne pri váhach diferencovaných, kedy každému ukazovateľovi bude priradená určitá váha a to z toho dôvodu, aby bolo vidieť rozdiel medzi porovnávaním základným a s preferovanými kritériami.

8.1 Výber kritérií

All-in sustaining costs (AISC)

Tento ukazovateľ je pri porovnávaní spoločností dôležitý z toho dôvodu, že ziskovosť spoločností ťažiacich zlato je závislá na nákladoch vznikajúcich pri ťažobných operáciách. Je to najčastejšie používaným ukazovateľom v ťažobnom priemysle, ktorý udáva všetky náklady vznikajúce pri ťažbe jednej unce zlata. Podrobný opis zahrnutých zložiek sa nachádza v predchádzajúcej kapitole. Tomuto kritériu bola udelená váha 3.

Váha ukazovateľa: 3

Charakter ukazovateľa: [-1]

Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)

Rentabilita vlastného kapitálu je ukazovateľ, ktorý meria mieru návratnosti vloženého kapitálu akcionármi do danej spoločnosti, teda meria koľko čistého zisku pripadá na jednu korunu investovaného kapitálu. Ide o kľúčový ukazovateľ pre spoločníkov, akcionárov a ďalších investorov.

Váha ukazovateľa: 2

Charakter ukazovateľa: [+1]

Celková zadlženosť (CZ)

Ukazovateľ celkovej zadlženosti udáva vzťah medzi cudzími a vlastnými zdrojmi financovania spoločnosti. Meria zadlženosť podniku, teda v akej výške spoločnosť využíva k financovaniu dlhy. Vyššie hodnoty celkovej zadlženosti znamenajú i vyššie riziko pre veriteľa. Tento ukazovateľ pri rozhodovaní o investovaní do akciovej spoločnosti nie je kľúčový, no je dobre vedieť akou mierou je spoločnosť zadlžená. Z tohto dôvodu je celkovej zadlženosti pridelená váha 1.

Váha ukazovateľa: 1

Charakter ukazovateľa: [-1]

Úrokové krytie (ÚK)

Ďalším ukazovateľom spadajúcim pod ukazovatele zadlženosti je úrokové krytie, ktoré vypovedá o tom, koľkokrát sú úroky pokryté hospodárskym výsledkom (EBIT) za dané obdobie. Platí, čím je hodnota tohto ukazovateľa vyššia, tým je podnik v lepšej finančnej situácii. Podobne ako celkovej zadlženosti, tak aj v tomto prípade je priradená váha 1, pretože ukazovateľ nie je pri výbere investície do spoločnosti kľúčový.

Váha ukazovateľa: 1

Charakter ukazovateľa: [+1]

„Price earnings ratio“ (P/E)

Ukazovateľ „Price earnings ratio“ slúži na oceňovanie podniku, ktorý meria aktuálnu tržnú cenu akcie v pomere k poslednému zverejnenému čistému zisku na akciu. Tento ukazovateľ referuje i to, koľko je investor ochotný zaplatiť za jednu jednotku zisku. Vo všeobecnosti, vysoké P/E ratio poukazuje na to, že investori v budúcnosti očakávajú rast ziskov spoločnosti. Toto je aj prípad väčšiny analyzovaných spoločností, ktorých hodnota P/E ratio je v súčasnosti vysoko nad odborovým priemerom. Z tohto dôvodu, ale i z dôvodu záporných hodnôt v predchádzajúcich rokoch, bude pre účely komparovania spoločností použitý aritmetický priemer hodnôt P/E ratia za sledované obdobie, teda od

roku 2010 po 2016. Ide o jeden z najdôležitejších ukazovateľov pri zvažovaní investície do spoločnosti a preto je mu pridelená váha 3.

Váha ukazovateľa: 3

Charakter ukazovateľa: [+1]

Price to book value ratio (P/BV)

Ukazovateľ price to book value ratio určuje pomer tržnej ceny akcie a účtovnej hodnoty spoločnosti na jednu akciu a pri porovnávaní jednotlivých spoločností sa navzájom dopĺňa s ukazovateľom P/E ratio.

Váha ukazovateľa: 2

Charakter ukazovateľa: [+1]

8.2 Komparácia vybraných spoločností na základe bodovacej metódy

V nasledujúcej kapitole bude uskutočnená komparácia vybraných analyzovaných spoločností ťažiacich zlato na základe bodovacej metódy, ktorá ich vzájomne porovnáva vyššie spomínanými kritériami a s prihliadnutím na preferencie managementu hedgeového fondu, pre ktorý je investičný návrh zostavovaný. V tabuľke sú uvedené hodnoty jednotlivých ukazovateľov spoločností, ktoré sú predmetom komparácie.

Tabuľka 39 Počiatočná tabuľka pre výpočet bodovacej metódy

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Spoločnosť	AISC	ROE	CZ	ÚK	P/E	P/BV
Barrick Gold	730	6,35	59,18	4,98	-2,60	2,35
Agnico Eagle Mines	824	3,54	36,79	4,81	74,35	2,83
Goldcorp	856	1,21	37,60	2,62	19,35	1,16
Newmont Mining	912	-8,61	43,54	-0,32	15,71	2,49
AngloGold Ashanti	986	2,95	61,15	3,19	65,22	1,58

8.2.1 Bodovacia metóda pri jednotkových váhach

V tabuľke nižšie je uskutočnená komparácia jednotlivých spoločností ťažiacich zlato na základe vybraných kritérií pri jednotkových váhach. To znamená, že ide o tzv. základné

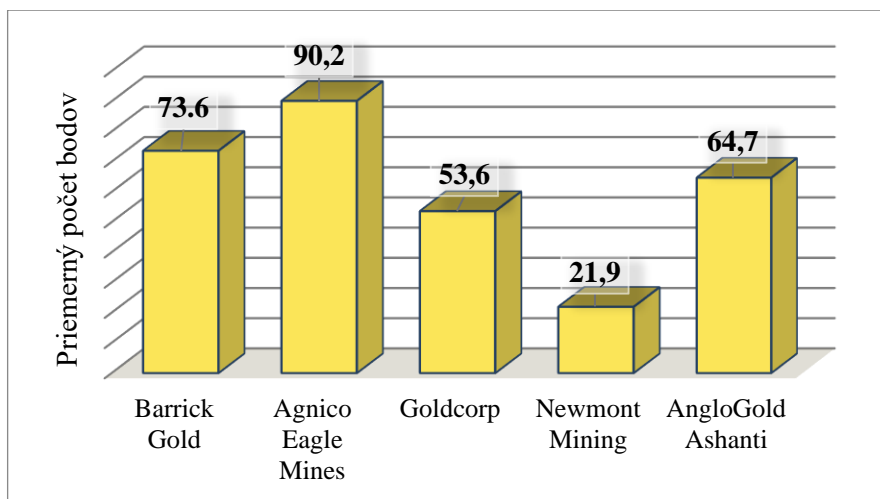
porovnávanie, pretože nie sú brané do úvahy preferencie investora, v tomto prípade managementu hedgeového fondu a všetky kritéria majú rovnakú váhu. Výsledkom je poradie týchto spoločností od najvyššieho dosiahnutého počtu bodov, ktoré indikujú najlepšie výsledky spomedzi vybraných najdôležitejších kritérií.

Tabuľka 40 Bodovacia metóda pri jednotkových váhach

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Spoločnosť	AISC	ROE	CZ	ÚK	P/E	P/BV	Súčet	Priemer	Poradie
Barrick Gold	100,0	100,0	62,2	100,0	-10,5	166,1	441,7	73,6	2.
Agnico Eagle Mines	88,6	55,7	100,0	96,6	300,0	200,0	540,9	90,2	1.
Goldcorp	85,3	19,1	97,8	52,6	78,1	82,0	321,8	53,6	4.
Newmont Mining	80,0	-135,6	84,5	-6,4	63,4	176,0	131,6	21,9	5.
AngloGold Ashanti	74,0	46,5	60,2	64,1	263,2	111,7	388,3	64,7	3.
Váha ukazovateľa	1	1	1	1	1	1	1+1+1+1+1+1=6		
Charakter ukazovateľa	[-1]	[+1]	[-1]	[+1]	[+1]	[+1]			

Na grafe č. 8 sú graficky vyobrazené dosiahnuté počty bodov pri jednotkových váhach komparovaných spoločností. Najlepšie výsledky dosiahla spoločnosť Agnico Eagle Mines s počtom bodov 90,2. Na druhom mieste sa umiestnil Barrick Gold so 73,6 bodmi a tesne za ním juhoafrický AngloGold Ashanti so 64,7 bodmi. Na posledných dvoch miestach sa umiestnili kanadská Goldcorp a americká Newmont Mining. Nízke bodové ohodnotenie Newmont Mining Corporation je spôsobené najmä zápornými hodnotami ukazovateľa rentability vlastného kapitálu a úrokového krytia.



Graf 8 Grafické zobrazenie výsledkov bodovacej metódy pri jednotkových váhach

(Zdroj: vlastné spracovanie)

8.2.2 Bodovacia metóda pri diferencovaných váhach

V nasledujúcej tabuľke je výpočet bodovacej metódy pri diferencovaných váhach, teda podľa jednotlivých kritérií, ktorým sú pridelené váhy podľa preferencií managementu hedgeového fondu a subjektívnemu názoru. Najvyššia váha bola priradená ukazovateľom celkových nákladov na ťažbu a price earnings ratio, o stupeň nižšia váha rentabilite vlastného kapitálu a price to book value ratio. Nakoniec najnižšia váha bola pridelená ukazovateľom zadlženosti, a to celkovej zadlženosti a úrokovému krytiu. Kritériám boli pridelené nasledujúce váhy:

All-in sustaining costs – váha 3

Rentabilita vlastného kapitálu – váha 2

Celková zadlženosť – váha 1

Úrokové krytie – váha 1

Price earnings ratio – váha 3

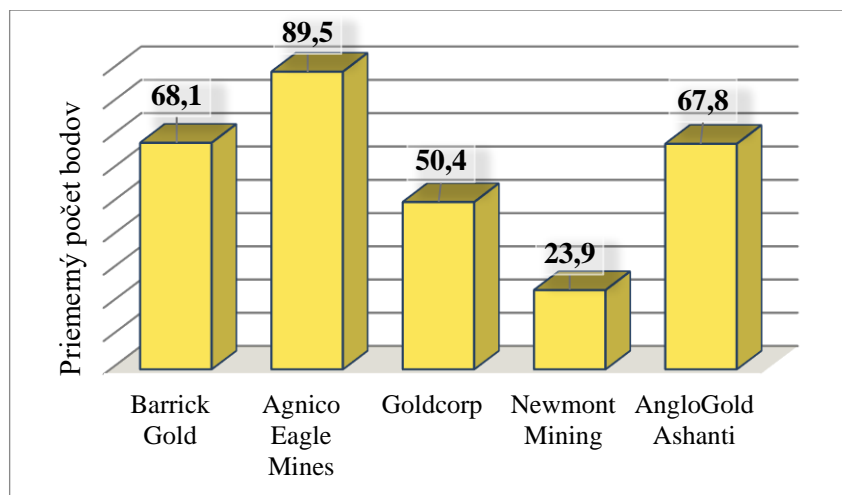
Price to book value ratio – váha 2

Tabuľka 41 Bodovacia metóda pri diferencovaných váhach

(Zdroj: Vlastné spracovanie)

Spoločnosť	AISC	ROE	CZ	ÚK	P/E	P/BV	Súčet	Priemer	Poradie
Barrick Gold	300,0	200,0	62,2	100,0	-10,5	166,1	817,8	68,1	2.
Agnico Eagle Mines	265,8	111,5	100,0	96,6	300,0	200,0	1073,9	89,5	1.
Goldcorp	255,8	38,1	97,8	52,6	78,1	82,0	604,5	50,4	4.
Newmont Mining	240,1	- 271,2	84,5	-6,4	63,4	176,0	286,4	23,9	5.
AngloGold Ashanti	222,1	92,9	60,2	64,1	263,2	111,7	814,1	67,8	3.
Váha ukazovateľ'a	3	2	1	1	3	2	3+2+1+1+3+2=12		
Charakter ukazovateľ'a	[-1]	[+1]	[-1]	[+1]	[+1]	[+1]			

Výsledné hodnoty bodovacej metódy pri diferencovaných váhach sú znázornené na nasledujúcom grafe. Po integrovaní váh vybraných kritérií do výpočtov sa poradie spoločností nezmenilo, nastala len mierna zmena v dosiahnutých bodoch. Na prvom mieste sa teda umiestnila Agnico Eagle Mines s počtom bodov 89,5 a je to z toho dôvodu, že disponuje najlepšimi hodnotami celkovej zadlženosti, P/E ratia a P/BV ratia a druhými najlepšimi hodnotami AISC, úrokového krytia a rentability vlastného kapitálu. O viac ako 20 bodov menej dosiahla spoločnosť Barrick Gold Corporation, čo je spôsobené zápornou hodnotou P/E ratia, no na druhej strane dosahuje najlepšie výsledky ukazovateľov AISC a ROE. V tesnom závесе za Barrick Gold sa nachádza spoločnosť AngloGold Ashanti so 67,8 bodmi. Na predposlednom mieste sa umiestnil Goldcorp s 50,4 bodmi a na poslednom Newmont Mining Corporation z dôvodu, ako to bolo v prípade hodnotenia pri jednotkových váhach.



Graf 9 Grafické zobrazenie výsledkov bodovacej metódy pri diferencovaných váhach

(Zdroj: vlastné spracovanie)

9 VERIFIKÁCIA PRAVDEPODOBNOTI BANKROTU ALTMANOVÝM BANKROTNÝM MODELOM

V nasledujúcej kapitole bude uskutočnená verifikácia pravdepodobnosti bankrotu Altmanovým bankrotným modelom troch spoločností ťažiacich zlato, ktoré boli vybrané na základe dosiahnutého najvyššieho bodového ohodnotenia pri komparácií analyzovaných spoločností bodovacou metódou. Vďaka analýze hodnoty „Z-score“ bude možné posúdiť finančné zdravie spoločností a hrozbu možného bankrotu v najbližších rokoch. Obdobie pre ktoré bude analýza „Z-score“ uskutočnená sú posledné tri roky, teda od roku 2014 po rok 2016 a tejto analýze budú podrobené nasledujúce spoločnosti so získaným najvyšším bodovým ohodnotením: **Agnico Eagle Mines** – 89,5 bodov, **Barrick Gold** – 68,1 bodov a **AngloGold Ashanti** – 67,8 bodov.

9.1 Agnico Eagle Mines Ltd.

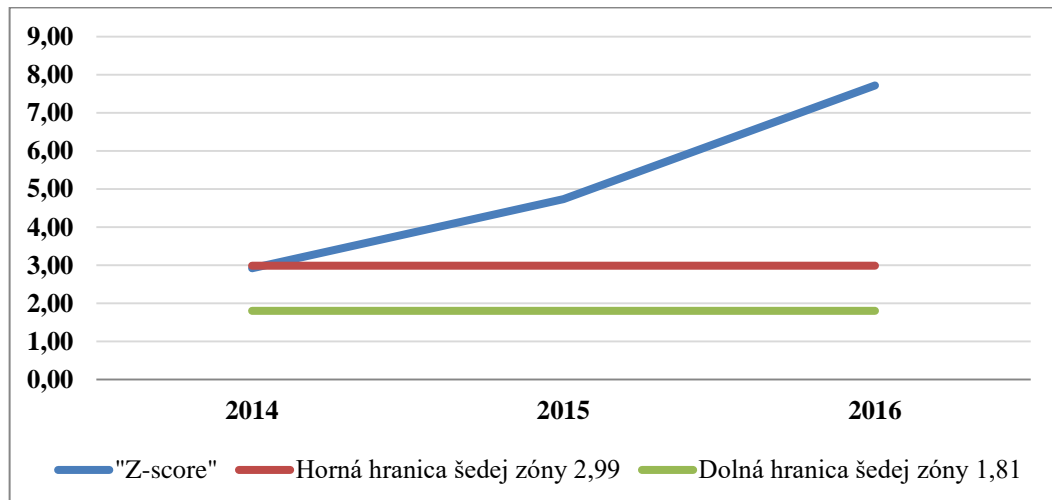
V nasledujúcej tabuľke je uskutočnená analýza Altmanovho modelu spoločnosti Agnico Eagle Mines. Za celé sledované obdobie, teda od roku 2014 po rok 2016 sa spoločnosť pohybuje v pásme prosperity s výnimkou roku 2014, kedy sa hodnota „Z-score“ nachádzala tesne pod hornou hranicou šedej zóny.

Tabuľka 42 Analýza Altmanovho modelu spoločnosti Agnico Eagle Mines v rokoch 2014 – 2016

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

Ukazovateľ	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016
$X_1 = \frac{\text{Čistý pracovný kapitál}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,084	0,077	0,114
$X_2 = \frac{\text{EAT}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,012	0,004	0,022
$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,028	0,012	0,038
$X_4 = \frac{\text{Trhová hodnota VK}}{\text{Cudzíe zdroje}}$	4,061	7,176	11,884
$X_5 = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,277	0,297	0,301
„Z-score“	2,92	4,74	7,72

Na grafe je znázornený vývoj „Z-score“ Altmanovho modelu spolu s vyznačenými hranicami šedej zóny z ktorého vyplýva, že spoločnosť vykazuje rastový trend po celé sledované obdobie a dokonca hodnoty v roku 2015 a 2016 výrazne prevyšujú horné pásmo šedej zóny. Z výpočtu je teda možné tvrdiť, že Agnico Eagle Mines sa nachádza v pásme prosperity a dá sa považovať za finančne zdravú spoločnosť.



Graf 10 Vývoj hodnoty „Z-score“ spoločnosti Agnico Eagle Mines v rokoch 2014 – 2016

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

9.2 Barrick Gold Corp.

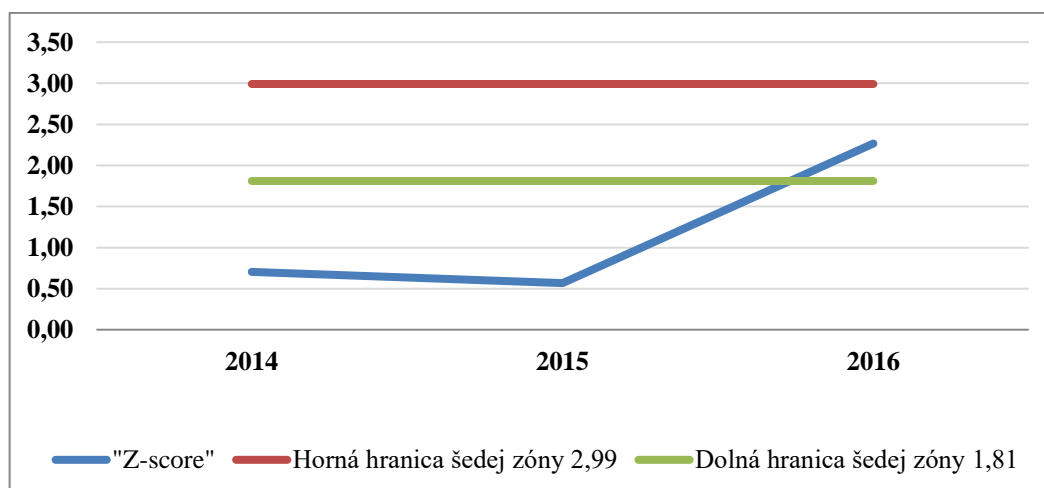
Analýza „Z-score“ Altmanovho modelu spoločnosti Barrick Gold poukazuje na to, že spoločnosť čelí istým finančným ťažkostiam. Za obdobie 2014 až 2015 boli hodnoty „Z-score“ dokonca pod dolnou hranicou šedej zóny, čo bolo spôsobené vykázanými stratami v týchto rokoch. V roku 2016 sa situácia zlepšila a hodnota sa dostala do pásma šedej zóny. Z toho je možné usúdiť, že spoločnosti Barrick Gold bezprostredný bankrot nehrozí, avšak za finančne zdravú ju označiť nemôžeme.

Tabuľka 43 Analýza Altmanovho modelu spoločnosti Barrick Gold v rokoch 2014 – 2016

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

Ukazovateľ	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016
$X_1 = \frac{\text{Čistý pracovný kapitál}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,108	0,138	0,121
$X_2 = \frac{\text{EAT}}{\text{Celkové aktíva}}$	-0,086	-0,108	0,026
$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Celkové aktíva}}$	-0,055	-0,092	0,101
$X_4 = \frac{\text{Trhová hodnota VK}}{\text{Cudzíe zdroje}}$	0,956	0,860	2,357
$X_5 = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,305	0,343	0,339
„Z-score“	0,71	0,57	2,27

Na grafe je znázornený trend vývoja hodnoty „Z-score“ Barrick Gold spolu s vyznačenými hranicami šedej zóny. V roku 2014 a 2015 bola hodnota na pomerne rovnakej úrovni a ako už bolo spomínané, tieto hodnoty sa nachádzali pod pásmom šedej zóny. Od roku 2015 začala táto hodnota stúpať a v súčasnosti sa nachádza v šedej zóne. Ak tento stúpajúci trend bude pokračovať i v nasledujúcich rokoch, tak sa spoločnosť do pásma prosperity dostane a bude považovaná za finančne zdravú spoločnosť.



Graf 11 Vývoj hodnoty „Z-score“ spoločnosti Agnico Eagle Mines v rokoch 2014 – 2016

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

9.3 AngloGold Ashanti Ltd.

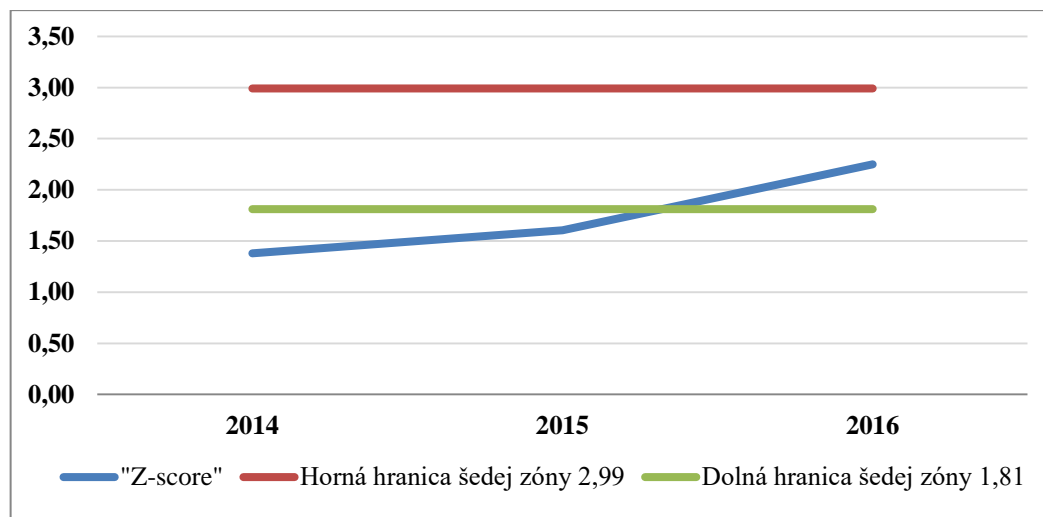
Podobne ako u spoločnosti Barrick Gold, analýza „Z-score“ Altmanovho modelu AngloGold Ashanti poukazuje na to, že spoločnosť nie je na tom finančne dobre. V rokoch 2014 a 2015 sa hodnota pohybovala tesne pod dolnou hranicou šedej zóny a následne v roku 2016 sa situácia zlepšila a hodnota sa dostala nad jej dolnú hranicu.

Tabuľka 44 Analýza Altmanovho modelu spoločnosti Barrick Gold v rokoch 2014 – 2016

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

Ukazovateľ	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016
$X_1 = \frac{\text{Čistý pracovný kapitál}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,073	0,088	0,057
$X_2 = \frac{\text{EAT}}{\text{Celkové aktíva}}$	-0,004	-0,010	0,011
$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,052	0,046	0,069
$X_4 = \frac{\text{Trhová hodnota VK}}{\text{Cudzíe zdroje}}$	1,124	1,311	2,239
$X_5 = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celkové aktíva}}$	0,559	0,573	0,595
„Z-score“	1,49	1,60	2,25

Z nasledujúceho grafu, na ktorom sú znázornené hodnoty analýzy Altmanovho modelu a hranice šedej zóny vyplýva, že hodnota „Z-score“ spoločnosti AngloGold Ashanti vykazuje rastový trend za celé sledované obdobie a teda i v tomto prípade je možno tvrdiť, že spoločnosti v najbližších rokoch bankrot nehrozí, no na druhej strane ju nemôžeme ani zaradiť medzi finančne zdravé podniky. Ak by tento trend rastu pokračoval, AngloGold Ashanti sa dostane nad hranicu šedej zóny čo by pre investora znamenalo, že je na tom spoločnosť z finančného hľadiska stabilne.



Graf 12 Vývoj hodnoty „Z-score“ spoločnosti AngloGold Ashanti v rokoch 2014 – 2016

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výročných správ spoločnosti)

9.4 Záver analýzy Altmanovým bankrotným modelom

Analýze hodnoty „Z-score“ Altmanovým bankrotným modelom za posledné tri roky boli podrobené na základe výsledkov bodovacej metódy 3 spoločnosti ťažiacie zlato, a to: Agnico Eagle Mines, Barrick Gold a AngloGold Ashanti. Najlepšie výsledky boli zaznamenané u kanadskej spoločnosti Agnico Eagle Mines, pretože hodnota „Z-score“ v roku 2015 a 2016 bola vysoko nad hornou hranicou šedej zóny a teda je možné konštatovať, že spoločnosť je finančne zdravá a v najbližších rokoch jej bankrot nehrozí. O spoločnostiach Barrick Gold a AngloGold Ashanti, ktorých súčasné hodnoty „Z-score“ sa nachádzajú v šedej zóne nemôžeme tvrdiť, že sú na tom finančne stabilne. Na druhej strane je ale vývojový trend „Z-score“ týchto dvoch spoločností rastový a ak by rástol i v budúcnosti, tak sa jeho hodnoty dostanú nad úroveň šedej zóny do pásma prosperity. Keďže odborníci a analytici predpokladajú, že cena zlata bude v najbližších rokoch rásť, čím budú rásť i zisky spoločností ťažiacich zlato a tiež ich cieľom je neustále znižovanie dlhu, tak i vďaka týmto faktorom sa spomínané spoločnosti dostanú do pásma prosperity a teda bankrot im hroziť nebude a z finančného hľadiska budú stabilné. Navyše, týmto sa stanú atraktívnejšie i pre budúcich investorov.

10 INVESTIČNÝ NÁVRH PRE MANAGEMENT HEDGEOVÉHO FONDU

Cieľom tejto diplomovej práce je vypracovanie investičného návrhu pre management hedgeového fondu na nákup akcií spoločností ťažiacich zlato. Na základe výberu zadanými kritériami bolo analýze podrobených päť spoločností, ktoré v súčasnosti patria medzi najväčších producentov zlata na svete a ide o tieto nasledujúce spoločnosti: Barrick Gold, Agnico Eagle Mines, Goldcorp, Newmont Mining a AngloGold Ashanti.

Na základe najnižšieho dosiahnutého počtu bodov v komparačnej metóde boli z ďalšieho posudzovania vyradené **Newmont Mining Corporation** a **Goldcorp Inc.**. V prvom prípade je to najmä kvôli vykázanej strate v roku 2016, ktorá zapríčinila záporné hodnoty ukazovateľa ROE a úrokového krytia. Navyše, Newmont má druhé najvyššie náklady na ťažbu zlata hneď po AngloGold Ashanti. Pre zvažovanie investície do tejto spoločnosti preto navrhujem nablížší rok počkať ako sa vyvinie jej hospodárenie. Čo sa týka Goldcorp, tak v roku 2016 síce nevykázala stratu, ale opäť nízky ukazovateľ ROE a úrokového krytia spôsobili nízke umiestnenie. Kvôli týmto faktorom, výsledkom komparačnej metódy a subjektívnemu názoru spomínané dve spoločnosti v súčasnosti nepovažujem za vhodnú a atraktívnu investíciu.

Na prvom mieste sa na základe komparačnej metódy umiestnila spoločnosť **Agnico Eagle Mines** a tiež získala najvyššiu hodnotu „Z-score“ pri verifikovaní finančného zdravia Altmanovým bankrotným modelom. Agnico Eagle Mines je známa tým, že má jednu z najlepších bilancií v odvetví a spomedzi analyzovaných spoločností je najmenej zadlžená, čo je pre investora dôležitá informácia. Navyše, má druhé najnižšie náklady na ťažbu zlata hneď za spoločnosťou Barrick Gold, a to i napriek faktu, že jej produkcia je niekoľko krát nižšia ako spomínaný Barrick. Ďalším dôležitým faktorom je pravidelné dosahovanie zisku. Ako jediná spoločnosť vykázala kladný výsledok hospodárenia za posledné tri roky. Navyše svoje operácie uskutočňuje najmä v USA a Kanade, ktoré sú považované za najstabilnejšie územia na svete. Z uvedených dôvodov hodnotím investíciu do akcií spoločnosti Agnico Eagle Mines za najvýhodnejšiu a odporúčam investovať najväčšiu čiastku práve do tejto spoločnosti.

Na druhom mieste sa na základe komparačnej metódy umiestnila spoločnosť **Barrick Gold**, no na druhej strane sa súčasná hodnota „Z-score“ nachádza v šedej zóne, z čoho môžeme usúdiť, že čelí istým finančným ťažkostiam. V súčasnosti je najväčším producentom zlata na svete a investícia do spoločnosti Barrick sa stala akýmsi fenoménom v investovaní do akcií „zlatých“ spoločností. Ďalším dôležitým faktorom sú náklady na ťažbu zlata, ktoré má vďaka svojej veľkej produkcii najnižšie v odvetví. Spoločnosť ale nedosahuje každoročne stabilný zisk a dokonca v roku 2016 zaznamenala kladný výsledok hospodárenia od roku 2011. No i napriek tomuto faktu odporúčam investovať menšiu časť práve do Barrick-u, i keď ide v tomto prípade o rizikovejšiu variantu, no na druhej strane i atraktívnejšiu ako spomínaný Agnico Eagle Mines.

Posledným variantom je investícia do akcií spoločnosti AngloGold Ashanti, ktorá sa v komparácií spoločností umiestnila na treťom mieste tesne za Barrick Gold. Toto sa opakovalo i pri verifikovaní finančného zdravia spoločnosti Almanovým bankrotným modelom, v ktorom AngloGold Ashanti získal skoro identickú hodnotu „Z-score“ ako Barrick. I napriek nie príliš priaznivým výsledkom hodnotenia odporúčam investovať i do akcií spoločnosti AngloGold Ashanti pre diverzifikáciu portfólia hedgeového fondu, pretože AngloGold je spoločnosť sídliaca v Juhoafrickej republike a svoje operácie uskutočňuje prevažne v Afrike či v Južnej Amerike. Rovnako ako to bolo v predchádzajúcom prípade, AngloGold Ashanti je rizikovejšou investíciou, a to či už z hľadiska najvyššieho zadlženia, pomerne vysokých nákladov na ťažbu zlata a nepriaznivých politických podmienok v Juhoafrickej republike. AngloGold Ashanti spomedzi analyzovaných spoločností sa javí ako tzv. „zlatá stredná cesta“ z pohľadu finančných ukazovateľov, pretože hodnoty rentability vlastného kapitálu, úrokového krytia či hodnoty P/E a P/BV ratia dosahujú priemerných hodnôt.

Keďže každé portfólio by malo zahrňovať menej rizikové investície a zároveň i investície atraktívnejšie, ktoré so sebou ale prinášajú väčšie riziko, tak v súčasnosti managementu hedgeového fondu odporúčam pre úspešnú stratégiu investovať vyhradené finančné prostriedky do spomínaných spoločností, a to viac ako 70% do akcií Agnico Eagle Mines a zvyšných 30% rozdeliť do akcií Barrick Gold a AngloGold Ashanti. Keďže odvetvie ťažby zlata sa v posledných rokoch zdá byť nestabilné, spoločnosti vykazujú veľké

výkyvy v hospodárení a nevyplácajú stabilné dividendy, tak v súčasnosti neodporúčam „Kúp a drž“ stratégiu kvôli zmieňovaným faktorom. Je treba tiež podotknúť, že v súčasnosti existuje v Spojených štátoch amerických rozpor medzi novozvoleným prezidentom Trumpom a FED-om, pretože Trump potrebuje oslabiť dolár, aby podporil ekonomiku a tým pádom ceny zlata pôjdu hore. Na druhej strane, ak FED zvýši úrokové sadzby, cena zlata pôjde v tomto prípade nadol. Z tohto dôvodu, teda veľkého nebezpečia politického boja, hrozí veľká volatilita ceny zlata, na čo budú následne reagovať akcie spoločností ťažiacie zlato a keďže vzťah medzi cenou zlata a týchto akcií pripomína pákový efekt, tak volatilita tržných cien týchto akcií bude ešte viac umocnená. Vzhľadom i na tieto faktory preto považujem za nesmierne nutné aktívnu správu fondu a pravidelné obmeňovanie portfólia.

ZÁVER

Cieľom tejto diplomovej práce, ako už bolo spomínané, je vypracovanie návrhu pre management investičného hedgeového fondu na nákup akcií spoločností ťažiacich zlato na základe fundamentálnej akciovej analýzy a ďalších porovnávacích a hodnotiacich metód.

V teoretickej časti sú v prvom rade charakterizované základné druhy investičných hodnotiacich analýz, ktorými sa v súčasnej dobe evaluujú spoločnosti a ich emitované akciové tituly. Nasledovala časť venovaná podrobnému opisu fundamentálnej akciovej analýzy zahrňujúci jej základné členenie, faktory, ktoré musia byť sledované v každej časti a postupy výpočtov najdôležitejších ukazovateľov vzťahujúcich sa k danej spoločnosti a jej emitovaných akcií. Posledná časť bola venovaná samotnému zlatu, ktorého cena ovplyvňuje kurzy akcií spoločností ťažiaciace tento drahý kov. Najskôr je vymedzené zlato ako investičný prostriedok a ako podkladové aktívum ďalších investičných inštrumentov a následne uskutočnený vývoj jeho ceny v roku 2016 a od roku 1970 a vysvetlené príčiny pohybu jeho ceny. Nakoniec som ešte vyčlenila najdôležitejšie faktory ovplyvňujúce cenu zlata a teda aj tržnú cenu akcií „zlatých“ spoločností.

Praktická časť práce je rozdelená na niekoľko častí. Prvou časťou je výber piatich spoločností ťažiacich zlato podľa vybraných kritérií, a to veľkosť trhovej kapitalizácie a obchodovateľnosť na burze v New Yorku. Na základe tohto výberu nasledovala analýza makroekonomického prostredia v ktorom vybrané spoločnosti pôsobia, zahrňujúca vývoj základných makroekonomických ukazovateľov, ďalej analýza súčasného stavu zlato ťažiacieho priemyslu obsahujúca analýzu vývoja ťažby zlata, SWOT analýzu, burzové indexy spoločností ťažiacich zlato a iné. Poslednou časťou je podniková analýza, obsahujúca v prvom rade základnú charakteristiku spoločností a vývoj produkcie zlata za posledných 7 rokov. Ďalej analýzu podnikových ukazovateľov spoločností, ktorá zahrňuje vývoj ukazovateľov zisku, ukazovateľov rentability a zadlženosti. Posledná časť podnikovej analýzy sa venovala samotnej emisii akcií týchto spoločností, konkrétne vymedzeniu základných črt akcií, dlhodobý vývoj tržnej ceny akcií v porovnaní

s indexom S&P 500, vývoj tržnej ceny akcií za posledné dva roky a vývoj ukazovateľov na základe výkonu týchto akcií od roku 2010 až po súčasnosť.

Pre komplexné zhodnotenie a porovnanie jednotlivých spoločností bola použitá bodovacia metóda pri jednotkových váhach, rovnako ako pri váhach diferencovaných, aby boli do záverečného hodnotenia brané do úvahy i preferencie managementu hedgeového fondu. Po spracovaní komparácie na základe kritérií som vybrala tri spoločnosti ťažiacie zlato s najvyšším bodovým ohodnotením a následne ich ešte podrobila Altmanovému bankrotnému modelu pre verifikáciu finančného zdravia jednotlivých podnikov na zistenie či im v blízkej budúcnosti hrozí bankrot.

Výsledok práce, teda investičný návrh investovania do akcií spoločností ťažiacich zlato je pre management investičného hedgeového fondu veľmi prínosný, pretože na základe uskutočneného investičného návrhu môže postaviť svoju stratégiu tvorby a nakladania s fondom a získať tak investorov, ktorý sú prívrženci zlata a svoje finančné prostriedky tak môžu investovať tak, aby im priniesli i kapitálový zisk, ktorý samotné zlato nenesie. Týmto prajem managementu hedgeového fondu množstvo investorov, úspešnú stratégiu a hlavne dosiahnutie zisku.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Knižné publikácie

BOCKER, H. J. *Svoboda jménem zlato: vzpoura ve světě papírových peněz*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Austria Gold CZ, 2013. 152s. ISBN 978-80-254-4979-0.

KISLINGEROVÁ, E. A J. HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

MISHKIN, F. S. *The economics of money, banking and financial markets*. 10th ed. Upper Saddle River (NJ): Pearson Education, 2013. 622s., Příl. The Pearson series in economics. ISBN 0-13-277024-5.

MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

NEUMANNOVÁ, A. *Podniková diagnostika*. 2. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2012. 204 s. ISBN 978-80-8078-464-5.

REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

ŠTÝBR, D. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishong, 2011. 160 s. ISBN 978-80-247-3648-8.

VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Internetové zdroje

ABOUT, INC., Gold Price History from 30 B.C. to Taday. *thebalance.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/gold-price-history-3305646>

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, About Agnico. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-20]. Dostupné z: <https://www.agnicoeagle.com/English/about-agnico/default.aspx>

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Careers. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-20]. Dostupné z: <https://www.agnicoeagle.com/careers/default.aspx>

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Financial Reports & Downloads, Annual Report 2010. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z:

https://s21.q4cdn.com/374334112/files/doc_financials/annual/2010/AEM_AR_2010_Booklet_v001_t9fkf3.pdf

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Financial Reports & Downloads, Annual Report 2011. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://s21.q4cdn.com/374334112/files/doc_financials/annual/2011/AR-Full-AEM.pdf

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Financial Reports & Downloads, Annual Report 2012. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://s21.q4cdn.com/374334112/files/doc_financials/annual/2012/AEM-2012-AnnualReport.pdf

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Financial Reports & Downloads, Annual Report 2013. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://s21.q4cdn.com/374334112/files/doc_financials/annual/2013/AEM-AR-2013.pdf

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Financial Reports & Downloads, Annual Report 2014. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://s21.q4cdn.com/374334112/files/doc_financials/annual/2014/AEM_2014AR_SE-DAR.pdf

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Financial Reports & Downloads, Annual Report 2015. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://s21.q4cdn.com/374334112/files/annual_reports/2015/EN/PDFs/2015-Annual-Report.pdf

AGNICO EAGLE MINES LIMITED, Investor Relations, Agnico Eagle Reports Fourth Quarter and Full Year 2016 Results. *agnicoeagle.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <https://www.agnicoeagle.com/English/investor-relations/news-and-events/news-releases/news-release-details/2017/Agnico-Eagle-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2016-Results---Meliadine-and-Amaruq-Projects-Approved-for-Development-Annual-Gold-Production-Expected-to-Grow-to-20-Million-Ounces-in-2020/default.aspx>

ANGLOGOLD ASHANTI, About Us, History. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/About-Us/history/Pages/default.aspx>

ANGLOGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2010. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-22]. Dostupné z:

<http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AGA-annual-financial-statements-2010.pdf>

ANGLOGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2011. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-22]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AGA-annual-financial-statements-2011.pdf>

ANGLOGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2012. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-22]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AGA-annual-financial-statements-2012.pdf>

ANGLOGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2013. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-22]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AGA-annual-financial-statements-2013.pdf>

ANGLOGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2014. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-22]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AGA-AFS14.pdf>

ANGLOGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2015. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-22]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AFS2015.pdf>

ANGLOGOLD ASHANTI, Investors, Annual Financial Statement 2016. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-22]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/Media/Reports/Annual%20Reports/AGA-AFS-2016.pdf>

ANGLOGOLD ASHANTI, A Truly Global Producer of Gold. *anglogoldashanti.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/en/Pages/default.aspx>

BARRICK GOLD CORPORATION, About Barrick Gold Corporation. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-17]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/company/default.aspx>

BARRICK GOLD CORPORATION, Employee Development. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-17]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/responsibility/our-people/employee-development/default.aspx>

BARRICK GOLD CORPORATION, Investors, Annual report 2010. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/files/annual-report/Barrick-Annual-Report-2010.pdf>

BARRICK GOLD CORPORATION, Investors, Annual report 2011. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/files/annual-report/Barrick-Annual-Report-2011.pdf>

BARRICK GOLD CORPORATION, Investors, Annual report 2012. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/files/annual-report/Barrick-Annual-Report-2012.pdf>

BARRICK GOLD CORPORATION, Investors, Annual report 2013. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/files/annual-report/Barrick-Annual-Report-2013.pdf>

BARRICK GOLD CORPORATION, Investors, Annual report 2014. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/files/annual-report/Barrick-Annual-Report-2014.pdf>

BARRICK GOLD CORPORATION, Investors, Annual report 2015. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/files/annual-report/Barrick-Annual-Report-2015.pdf>

BARRICK GOLD CORPORATION, Investors, Annual report 2016. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/files/annual-report/Barrick-Annual-Report-2016.pdf>

BARRICK GOLD CORPORATION, Share Price & Dividend. *barrick.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/investors/share-price-and-dividend/2014/default.aspx>

BLOOMBERG L.P., South Africa November Inflation Rate Rises to 9-Month High. *bloomberg.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-01-29]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-14/south-africa-inflation-rate-rises-to-9-month-high-in-november>

DOW JONES & COMPANY, The Wall Street Journal. Canada Annual Inflation Rate. *wsj.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-01-29]. Dostupné z: <https://www.wsj.com/articles/canada-annual-inflation-rate-climbs-1-5-in-december-1484920559>

FINEZ INVESTMENT MANAGEMENT. Nejlepší investice v roku 2016? Akcie těžařů zlata. *finez.cz* [online]. ©2017 [cit. 2017-04-15]. Dostupné z: <http://www.finez.cz/odborne-clanky/komodity/nejlepsi-investice-roku-2016-akcie-tezaru-zlata/>

FOCUSECONOMICS. GDP in South Africa. *focus-economics.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-01-26]. Dostupné z: <http://www.focus-economics.com/country-indicator/south-africa/gdp-usd-bn>

FOCUSECONOMICS. United States Economy. *focus-economics.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-01-26]. Dostupné z: <http://www.focus-economics.com/countries/united-states>

GOLDCORP, Dividends. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-21]. Dostupné z: <http://www.goldcorp.com/English/Investor-Resources/Stock-Information/Dividend-Schedule/default.aspx>

GOLDCORP, Investor Resources, Annual Report 2010. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/038672619/files/doc_financial/Goldcorp_2010AnnualReport_FINAL_FullBook.pdf

GOLDCORP, Investor Resources, Annual Report 2011. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/038672619/files/Goldcorp_AR_2011_L.pdf

GOLDCORP, Investor Resources, Annual Report 2012. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/038672619/files/doc_financial/Goldcorp_AR12_FINAL.pdf

GOLDCORP, Investor Resources, Annual Report 2013. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/038672619/files/ar2013/_docs/Goldcorp_AR13_full.pdf

GOLDCORP, Investor Resources, Annual Report 2014. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/038672619/files/ar2014/_doc/Goldcorp_AR14_full.pdf

GOLDCORP, Investor Resources, Annual Report 2015. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: [http://s1.q4cdn.com/038672619/files/doc_downloads/ManagementInfoCircular/Annual-Report-\(SEDAR\).pdf](http://s1.q4cdn.com/038672619/files/doc_downloads/ManagementInfoCircular/Annual-Report-(SEDAR).pdf)

GOLDCORP, Our People. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://csr.goldcorp.com/2015/our-people>

GOLDCORP, Reports & Filings, Annual Report 2016. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-25]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/038672619/files/doc_financial/2016/2016-Annual-Report.pdf

GOLDCORP, Why Goldcorp?. *goldcorp.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.goldcorp.com/English/Why-Goldcorp/Disciplined-Growth/default.aspx>

INVESTOPEDIA, LLC., Barrick Gold Stock: 3 Things to Watch. *investopedia.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-14]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/financial-analysis/091016/barrick-gold-stock-3-things-watch-abx.asp?lgl=bt1tn-no-textnote>

INVESTOPEDIA, LLC., What Drives The Price Of Gold?. *investopedia.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/financial-edge/0311/what-drives-the-price-of-gold.aspx>

INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC., AMEX Gold Miners Index. *nyse.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-27]. Dostupné z: <https://www.nyse.com/indices/directory/GDM>

INTERCONTINENTAL EXCHANGE, INC., NYSE Arca Gold Bugs Index. *nyse.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-27]. Dostupné z: <https://www.nyse.com/indices/directory/HUI>

IS STORIES, Current Update on Price Fluctuations: Newmont Mining. *isstories.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-04-03]. Dostupné z: <http://www.isstories.com/current-update-on-price-fluctuations-newmont-mining-corporation-nysenem/87137288/>

KOLEKTIV ČESKÝCH INVESTORŮ, psychologická analýza. *daytrade.cz* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-05]. Dostupné z: <http://daytrade.cz/psychologicka-analyza/>

LINK HOLDING, Analýza trhu. 1-týden – Ohlédnutí za zplynulým a výhled do nového roku. *zlataky.cz* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: https://zlataky.cz/analyzy-clanek?article_id=194

MBASKOOL, Barrick Gold SWOT Analysis. *mbaskool.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <http://www.mbaskool.com/brandguide/heavy-equipment-and-engineering/10075-barrick-gold.html>

MINING FEED, Gold Mining Companies Listed in All Countries. *miningfeeds.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-28]. Dostupné z: <http://www.miningfeeds.com/gold-mining-report-all-countries>

NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2010. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/Newmont_10AR.pdf

NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2011. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/2011_Newmont_Annual_Report_and_10_K.pdf

NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2012. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/2012-Annual-Report_v001_e75k8c.pdf

NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2013. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-17]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/2013-Annual-Report_full-report_FINAL_v001_x688hv.PDF

NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2014. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-17]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/861753_as-printed-Annual-Report_2014_v001_e83uds.pdf

NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2015. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-17]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/2015/newmont-2015-AR.pdf

NEWMONT MINING CORPORATION, Investor Relations, Annual report 2016. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: http://s1.q4cdn.com/259923520/files/doc_financials/annual/2016/Newmont-2016-Annual-Report-Bookmarked-PDF-for-website.pdf

NEWMONT MINING CORPORATION, Strategy. *newmont.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.newmont.com/about-us/strategy/default.aspx>

SCOTTSDALE BULLION & COIN, Hoe These 10 Factors Influence Gold Prices. *sbcgold.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <https://www.sbcgold.com/blog/10-factors-regularly-influence-gold-prices/>

STATISTA INC., Global mine production of gold from 2005 to 2016. *statista.com* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-07]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/238414/global-gold-production-since-2005/>

STOCK ANALYSIS ON NET, Common Stock Valuation Ratios. *stock-analysis-on.net* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-04]. Dostupné z: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Barrick-Gold-Corp/Valuation/Ratios#PBV>

THE GLOBE AND MAIL INC., Barrick Gold: The TSX's star stock of 2016. *theglobeandmail.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: <https://beta.theglobeandmail.com/globe-investor/barrick-gold-the-tsxs-star-stock-of-2016-so-far/article28480177/?ref=http%3A%2F%2Fwww.theglobeandmail.com&service=mobil>
e

THE MOTLEY FOOL CANADA, ULC. Goldcorp Inc. Is Taking Plunge: Time to Sell?. *fool.ca* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-31]. Dostupné z: <http://www.fool.ca/2017/03/30/goldcorp-inc-is-taking-a-plunge-time-to-sell/>

THE MOTLEY FOOL CANADA, ULC. Should Goldcorp Inc. Be in Your Portfolio Today?. *fool.ca* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-24]. Dostupné z: <http://www.fool.ca/2017/03/22/should-goldcorp-inc-be-in-your-portfolio-today/>

THE MOTLEY FOOL, LLC., Why AngloGold Ashanti Ltd.'s Rose 50,2%. *fool.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-26]. Dostupné z: <https://www.fool.com/investing/general/2016/03/10/why-anglogold-ashanti-ltds-shares-rose-502-in-febr.aspx>

THE OPTION GUIDE, Gold Futures Trading Basics. *theoptionguide.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <http://www.theoptionguide.com/gold-futures.aspx>

THE OPTION GUIDE, Gold Options Explained. *theoptionguide.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <http://www.theoptionguide.com/gold-options.aspx>

THE WORLD BANK GROUP. GDP(current US \$). *data.worldbank.org* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-14]. Dostupné z: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

THE WORLD BANK GROUP. Global Economic Prospects. *worldbank.org* [online]. ©2017 [cit. 2017-01-26]. Dostupné z: <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects#data>

TRADING ECONOMICS, Canada Unemployment Rate. *tradingeconomics.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-02]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/canada/unemployment-rate>

TRADING ECONOMICS, South Africa Unemployment Rate. *tradingeconomics.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/south-africa/unemployment-rate?embed>

TRADING ECONOMICS, South Africa Unemployment Rate Forecast. *tradingeconomics.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/south-africa/unemployment-rate/forecast>

TRADING ECONOMICS, United States Inflation Rate. *tradingeconomics.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-01-29]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

USA COMMERCE DAILY, About Agnico Mines Is Rising. *usacommercedaily.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-23]. Dostupné z: <http://usacommercedaily.com/2017/03/23/agnico-eagle-mines-limited-aem-is-rising-but-watch-the-charts-and-be-careful/>

USA COMMERCE DAILY, Inspecting more closely technicals of Newmont Mining Corporation. *usacommercedaily.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-04-02]. Dostupné z: <http://www.usacommercedaily.com/2017/03/27/inspecting-more-closely-technicals-of-newmont-mining-corporation-nem/>

U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, Employment Situation Summary. *bls.gov* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-01]. Dostupné z: <https://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm>

VALUEWALK, How These Major Factors That Influence Gold Prices. *valuwalk.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <http://www.valuwalk.com/2016/11/factors-influence-gold-prices/>

WORLD GOLD COUNCIL. Global gold facts map. *gold.org* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: <http://www.gold.org/gold-mining/global-gold-facts-map>

WORLD GOLD COUNCIL, How much gold has been mined?. *gold.org* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-07]. Dostupné z: <http://www.gold.org/gold-mining/what-gold-mining-companies-produce/how-much-gold-has-been-mined>

WORLD GOLD COUNCIL, Interactive Gold Market Charting. *gold.org* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-11]. Dostupné z: <http://www.gold.org/supply-and-demand/interactive-gold-market-charting>

WORLD GOLD COUNCIL, Interactive Gold Mining Map. *gold.org* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-18]. Dostupné z: <http://www.gold.org/gold-mining/where-gold-mining-occurs/interactive-gold-mining-map>

WORLD GOLD COUNCIL, Interactive Gold Price Chart. *gold.org* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: <http://www.gold.org/investment/interactive-gold-price-chart>

WORLD GOLD COUNCIL, Where gold mining occurs. *gold.org* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-11]. Dostupné z: <http://www.gold.org/gold-mining/where-gold-mining-occurs>

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1 Dopyt a ponuka zlata v rokoch 2012 – 2016 v tonách	42
Tabuľka 2 Spoločnosti ťažiacie zlato zoradené podľa veľkosti trhovej kapitalizácie	43
Tabuľka 3 Vybrané spoločnosti na základe kritérií výberu	44
Tabuľka 4 Vývoj HDP a rastu HDP v Spojených štátoch amerických.....	46
Tabuľka 5 Vývoj HDP a rastu HDP v Kanade	46
Tabuľka 6 Vývoj HDP a rastu HDP v Juhoafrickej republike.....	47
Tabuľka 7 Spoločnosti zahrnuté v indexe NYSE Arca Gold BUGS	57
Tabuľka 8 Spoločnosti zahrnuté v indexe AMEX Gold Miners.....	59
Tabuľka 9 Produkcia zlata Barrick Gold Corp.	63
Tabuľka 10 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb Barrick Gold v mil. USD.....	64
Tabuľka 11 Vývoj ukazovateľov rentability Barrick Gold Corp. v %	65
Tabuľka 12 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Barrick Gold Corp. v %	65
Tabuľka 13 Základné črty emisie akcií Barrick Gold Corp. na NYSE.....	66
Tabuľka 14 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Barrick Gold Corp.	68
Tabuľka 15 Produkcia zlata Agnico Eagle Mines Ltd.	69
Tabuľka 16 Vývoj ukazovateľov rentability Agnico Eagle Mines Ltd. v mil. USD	70
Tabuľka 17 Vývoj ukazovateľov rentability Agnico Eagle Mines Ltd. v %	70
Tabuľka 18 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Agnico Eagle Mines Ltd. v %.....	71
Tabuľka 19 Základné črty emisie akcií Agnico Eagle Mines Ltd. na NYSE	71
Tabuľka 20 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Agnico Eagle Mines Ltd.	73
Tabuľka 21 Produkcia zlata, jeho predajná cena a náklady spoločnosti Goldcorp Inc.....	75
Tabuľka 22 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb Goldcorp Inc. v mil. USD.....	76
Tabuľka 23 Vývoj ukazovateľov rentability Goldcorp Inc. v %.....	76
Tabuľka 24 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Goldcorp Inc. v %.....	77
Tabuľka 25 Základné črty emisie akcií Goldcorp Inc. na NYSE.....	77
Tabuľka 26 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Goldcorp.....	79
Tabuľka 27 Produkcia zlata Newmont Mining Corp.	81
Tabuľka 28 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb Newmont Mining Corp. v mil. USD	81
Tabuľka 29 Vývoj ukazovateľov rentability Newmont Mining Corp. v %	82
Tabuľka 30 Vývoj ukazovateľov zadlženosti Newmont Mining Corp. v %.....	82
Tabuľka 31 Základné črty emisie akcií Newmont Mining Corp. na NYSE	83
Tabuľka 32 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií Newmont Mining Corp.	85
Tabuľka 33 Produkcia zlata AngloGold Ashanti Ltd.	87
Tabuľka 34 Vývoj ukazovateľov zisku a tržieb AngloGold Ashanti Ltd. v mil. USD.....	88

Tabuľka 35 Vývoj ukazovateľov rentability AngloGold Ashanti Ltd. v %.....	88
Tabuľka 36 Vývoj ukazovateľov zadlženosti AngloGold Ashanti Ltd. v %	89
Tabuľka 37 Základné črty emisie akcií AngloGold Ashanti Ltd. na NYSE.....	89
Tabuľka 38 Vývoj ukazovateľov na základe výkonu akcií AngloGold Ashanti Ltd.	91
Tabuľka 39 Počiatočná tabuľka pre výpočet bodovacej metódy	94
Tabuľka 40 Bodovacia metóda pri jednotkových váhach.....	95
Tabuľka 41 Bodovacia metóda pri diferencovaných váhach.....	97
Tabuľka 42 Analýza Altmanovho modelu spoločnosti Agnico Eagle Mines v rokoch 2014 – 2016.	99
Tabuľka 43 Analýza Altmanovho modelu spoločnosti Barrick Gold v rokoch 2014 – 2016...	101
Tabuľka 44 Analýza Altmanovho modelu spoločnosti Barrick Gold v rokoch 2014 – 2016...	102

ZOZNAM GRAFOV

Graf 1 Cena zlata v USD za jednu trójsku uncu v roku 2016	38
Graf 2 Cena zlata v USD za jednu trójsku uncu od roku 1970 až po súčasnosť	39
Graf 3 Grafické zobrazenie vývoja miery rastu HDP v jednotlivých krajinách	47
Graf 4 Grafické zobrazenie vývoja miery inflácie v jednotlivých krajinách	49
Graf 5 Grafické zobrazenie vývoja miery nezamestnanosti v jednotlivých krajinách	50
Graf 6 Množstvo vyťaženého zlata v rokoch 2005-2016 (v tonách)	53
Graf 7 Relatívne porovnanie vývoja ceny zlata a akcií spoločností ťažiacich zlato	58
Graf 8 Grafické zobrazenie výsledkov bodovacej metódy pri jednotkových váhach	96
Graf 9 Grafické zobrazenie výsledkov bodovacej metódy pri diferencovaných váhach	98
Graf 10 Vývoj hodnoty „Z-score“ spoločnosti Agnico Eagle Mines v rokoch 2014 – 2016	100
Graf 11 Vývoj hodnoty „Z-score“ spoločnosti Agnico Eagle Mines v rokoch 2014 – 2016	101
Graf 12 Vývoj hodnoty „Z-score“ spoločnosti AngloGold Ashanti v rokoch 2014 – 2016	103

ZOZNAM OBRÁZKOV

Obrázok 1 Vzťah medzi vnútornou hodnotou akcie a jej kurzom vo veľmi krátkom období	17
Obrázok 2 Vývoj ekonomiky versus kurz akcie	19
Obrázok 3 Produkcia zlata v jednotlivých štátoch	54
Obrázok 4 Percentný podiel produkcie zlata v jednotlivých oblastiach	55
Obrázok 5 Logo spoločnosti Barrick	62
Obrázok 6 Vývoj akcií Barrick Gold Corp. a indexu S&P 500 od roku 1985	66
Obrázok 7 Vývoj akcií Barrick Gold Corp. za posledné 2 roky	67
Obrázok 8 Logo spoločnosti Agnico Eagle	68
Obrázok 9 Vývoj akcií Agnico Eagle Mines Ltd a indexu S&P 500 od roku 1978.....	72
Obrázok 10 Vývoj akcií Agnico Eagle Mines Ltd. za posledné 2 roky	72
Obrázok 11 Logo spoločnosti Goldcorp	74
Obrázok 12 Vývoj akcií Goldcorp Inc. a indexu S&P 500 od roku 1994.....	78
Obrázok 13 Vývoj akcií Goldcorp Inc. za posledné 2 roky	78
Obrázok 14 Logo spoločnosti Newmont.....	80
Obrázok 15 Vývoj akcií Newmont Mining Corp. a indexu S&P 500 od roku 1978	84
Obrázok 16 Vývoj akcií Newmont Mining Corp. za posledné 2 roky	84
Obrázok 17 Logo spoločnosti AngloGold Ashanti	86
Obrázok 18 Vývoj akcií AngloGold Ashanti Ltd. a indexu S&P 500 od roku 1998	90
Obrázok 19 Vývoj akcií AngloGold Ashanti Ltd. za posledné 2 roky	90

ZOZNAM POUŽITÝCH SKRATIEK

AISC – All-in sustaining costs
Corp. - Corporation
CZ – Celková zadlženosť
EAT – Earnings After Taxes
EBIT – Earnings Before Interests and Taxes
EPS – Earnings per Share
EÚ – Európska Únia
FED – Federal Reserve System
GDP – Gross Domestic Product
HDP – Hrubý domáci produkt
Inc. - Incorporation
ISIN – International Securities Identification Number
Ltd. - Limited
NYMEX - New York Mercantile Exchange
NYSE – New York Stock Exchange
Oz – Trójska unca
P/BV – Price to Book Value Ratio
P/E – Price to Earnings Ratio
P/S – Price to Sales Ratio
ROA – Return on Assets
ROCE – Return on Capital Employed
ROE – Return on Equity
ROS – Return on Sales
S&P - Standard & Poor's
SWOT – Strength, Weakness, Opportunities and Threats
TMX – Toronto Stock Exchange
TOCOM - Tokyo Commodity Exchange
ÚK –Úrokové krytie
USA – United States of America
USD – Americký dolár