



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

## INVESTIČNÍ PORTFOLIO A JEHO TVORBA

INVESTMENT PORTFOLIO AND ITS CREATION

### DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

### AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Filip Michenka

### VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Roman Ptáček, Ph.D.

BRNO 2022

# Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav ekonomiky  
Student: **Bc. Filip Michenka**  
Vedoucí práce: **Ing. Roman Ptáček, Ph.D.**  
Akademický rok: 2021/22  
Studijní program: Mezinárodní ekonomika a obchod

Garant studijního programu 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:

## Investiční portfolio a jeho tvorba

### Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod  
Vymezení problému a cíle práce  
Metodika práce  
Teoretická východiska práce  
Analýza problému a současné situace  
Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

### Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je navrhnout ucelený postup, který mohou individuální retailoví investoři využít při sestavování vlastního investičního portfolia, složeného primárně z akcií veřejně obchodovaných společností na americkém kapitálovém trhu.

### Základní literární prameny:

ČERMÁK, Petr. Investice do akcií: základy value investování. Praha: Brána, 2018. ISBN 978-80-7584-068-4.

GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. Inteligentní investor. Praha: Grada, 2007. Investice. ISBN 978-80-247-1792-0.

JÍLEK, Josef. Akciové trhy a investování. Praha: Grada, 2009. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-2963-3.

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

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2021/22

V Brně dne 28.2.2022

L. S.

---

prof. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.  
garant

---

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Diplomová práce na téma „Investiční portfolio a jeho tvorba“ se bude zabývat tím, jakým způsobem mohou k investování přistupovat retailoví investoři. Základem bude popsání principů hodnotového investování a strategií několika úspěšných hodnotových investorů, kteří investiční strategie založené na těchto principech využívají. V rámci analytické části práce budou nejprve stanovena jednotlivá kritéria pro screening akcí na základě nichž bude dále vybrána akcie pro provedení fundamentální analýzy. Poslední část práce bude celý postup výběru akcí do portfolio retailových investorů sumarizovat a zároveň zde bude učiněno investiční rozhodnutí, ohledně analyzované akcie.

## **Abstract**

The thesis on the topic "Investment portfolio and its creation" will focus on how retail investors could approach investing. It will be based on a description of the principles of value investing and the strategies of several successful value investors who use investment strategies based on these principles. In the analytical part of the thesis, individual stock screening criteria will first be established on the basis of which one stock will be further selected to perform the fundamental analysis. The last part of the thesis will summarize the whole process of stock selection for the portfolio of retail investors and at the same time an investment decision will be made regarding the analyzed stock.

## **Klíčová slova**

Investice, hodnotové investování, retailoví investoři, akcie, fundamentální analýza

## **Keywords**

Investment, value investing, retail investors, stocks, fundamental analysis

### **Bibliografická citace**

MICHENKA, Filip. *Investiční portfolio a jeho tvorba* [online]. Brno, 2022 [cit. 2022-05-09]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/142352>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce Roman Ptáček.

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 09. 05. 2022

.....

Podpis studenta

## **Poděkování**

Chtěl bych poděkovat Ing. Romanu Ptáčkovi, Ph.D. za jeho odborné rady a připomínky, které mi pomohly při vypracování diplomové práce. Zároveň bych také chtěl poděkovat své rodině, která mi byla po celou dobu studia oporou.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>8</b>
<b>CÍLE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ</b> .....	<b>10</b>
<b>1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE</b> .....	<b>12</b>
1.1 Investice, investor a investování .....	12
1.1.1 Účastníci kapitálového trhu .....	13
1.1.2 Aktivní a pasivní investování .....	14
1.2 Akcie jako investiční instrument.....	15
1.2.1 Druhy akcií .....	15
1.2.2 Daňové aspekty akciových investic .....	18
1.3 Největší akciové indexy amerického kapitálového trhu .....	19
1.3.1 Dow Jones industrial average index .....	19
1.3.2 S&P 500.....	21
1.3.3 NASDAQ.....	22
1.4 Hodnotové investování.....	23
1.4.1 Základní principy hodnotového investování.....	23
1.5 Screening akcií .....	24
1.6 Fundamentální akciová analýza .....	25
1.6.1 Postup provádění fundamentální analýzy .....	26
1.6.2 Globální analýza .....	27
1.6.3 Odvětvová analýza.....	31
1.6.4 Analýza jednotlivých akciových titulů .....	33
1.7 Hodnota akcie a její výpočet .....	34
1.8 Cena akcie .....	36
1.9 Investiční rozhodnutí.....	37
1.10 Růstové investování, jakožto protiklad hodnotového investování .....	38



1.11	Riziko a jeho vnímání.....	38
1.12	Diverzifikace .....	40
1.13	Investiční strategie vybraných value investorů .....	42
1.13.1	Benjamin Graham .....	42
1.13.2	Daniel Gladiš .....	44
1.13.3	Warren Buffett .....	45
1.13.4	Peter Lynch .....	47
<b>2</b>	<b>ANALYTICKÁ ČÁST PRÁCE.....</b>	<b>49</b>
2.1	Výběr vhodných ukazatelů pro screening akcí .....	49
2.1.1	Ověření zdali je ukazatel P/FCF vhodný pro screening akcí.....	50
2.1.2	Sestavení souboru ukazatelů pro screening .....	62
2.1.3	Backtesting stanovených kritérií.....	66
2.2	Praktická aplikace hodnotového screeningu .....	69
2.3	Globální a odvětvová analýza .....	70
2.3.1	Globální analýza .....	70
2.3.2	Odvětvová analýza.....	72
2.4	Analýza akcie Intel.....	74
2.4.1	Hlavní segmenty trhu.....	75
2.4.2	Konkurenční výhoda.....	76
2.4.3	Management.....	77
2.4.4	Analýza vybraných finančních ukazatelů .....	80
2.4.5	Vyhodnocení analýzy .....	88
2.5	Stanovení hodnoty akcie .....	89
2.5.1	Stanovení scénářů vývoje .....	89
2.5.2	Hodnota akcií Intel.....	91
2.5.3	Predikce vývoje akcií v jednotlivých letech .....	94

<b>3</b>	<b>NÁVRHOVÁ ČÁST PRÁCE .....</b>	<b>96</b>
3.1	Specifika sestavování investičního portfolia u retailových investorů.....	96
3.1.1	Výběr brokera .....	96
3.1.2	Diverzifikace a minimální a maximální velikost pozice v portfoliu .....	97
3.2	Kritéria a postup výběru akcií do investičního portfolia.....	99
3.3	Investiční rozhodnutí.....	101
3.3.1	Akcie Intel.....	101
3.3.2	Dodržování systému, jako základ úspěšné investice .....	103
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>108</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....</b>	<b>110</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>118</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>119</b>
	<b>SEZNAM GRAFŮ .....</b>	<b>120</b>

## ÚVOD

Držitel Nobelovy ceny Daniel Kahneman ve své knize *Myšlení rychlé a pomalé* vysvětluje, že lidský mozek pracuje ve dvou sférách. Jedna je impulzivní, instinktivní a nevyzpytatelná. Tato nám v průběhu evoluce lidstva umožnila přežít prvotní fáze vývoje, kdy byli lidé odkázáni zejména na své vlastní instinkty. Druhá sféra pomalejší, logická a velmi analytická naopak umožnila dosáhnout postupem času současné technologické vyspělosti.

Obě sféry jsou důležité, avšak takzvané rychlé myšlení často zastiňuje díky své impulzivnosti a rychlosti právě myšlení pomalé. U některých činností, mezi něž jednoznačně patří také investování by však bylo vhodné využívat primárně myšlení pomalé a ke konečnému investičnímu rozhodnutí dospět na základě důkladné hloubkové analýzy a logického úsudku. Často tomu však bývá zcela opačně a investoři v období vysoké volatility finančních trhů jednají mimořádně afektovaně a impulzivně. Tímto ukvapeným jednáním obvykle dochází k nevratným ztrátám kapitálu v jejich investičním portfoliu.

Investoři, kteří takto vlastní vinou přijdou o nemalou část svých finančních prostředků pak nezřídka kdy naštvaní opouští trh s odůvodněním, že trh je zmanipulovaný nebo že jim jejich vlastní finanční poradce nedal správné investiční doporučení. To se ovšem může v průběhu času ukázat jako obrovská chyba, protože investování se pravděpodobně stane jednou z nejdůležitějších činností budoucích let, zejména pro současnou mladou generaci.

Ekonomové již dlouhá léta upozorňují na neudržitelnost aktuálního stavu veřejných financí a mladá generace začíná pomalu chápat, že není vhodné spoléhat se na stát, že zajistí jejich budoucnost a klidné stáří. Naopak jedním z nejlepších způsobů, jakým se zajistit je právě investování. Z výše popsaných důvodů lze tedy předpokládat, že se v budoucích letech na finanční trh dostane velké množství nezkušených retailových investorů. Tito investoři budou právě díky své nezkušenosti ještě více náchylní k provádění impulzivních nákupů a prodejů.

K tomu, aby mohli investoři lépe kontrolovat své rychlé myšlení a být tak méně náchylní vůči vlivům vlastních emocí a temperamentu, jim mohou pomoci jasně dané pevné mantinely, na jejichž základě budou své investice provádět. A právě postup, který mohou

nejen retailoví investoři použít při výběru akcií do vlastního investičního portfolia se pokusím v následující diplomové práci objasnit.

## **CÍLE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ**

V následující části bude stanoven hlavní cíl práce a také vybrané parciální cíle, kterých má být dosaženo. Dále budou popsány metody a postupy, které byly při plnění jednotlivých cílů práce využity.

### **Cíle práce**

Cílem práce je navrhnout ucelený postup, který mohou individuální retailoví investoři využít při sestavování vlastního investičního portfolia, složeného primárně z akcií veřejně obchodovaných společností na americkém kapitálovém trhu.

Aby bylo možné dosáhnout hlavního cíle práce, byly následně definovány také jednotlivé parciální cíle:

- 1) Identifikace faktorů, které vybraní světoví value investoři považují za důležité při výběru akcií do vlastního investičního portfolia.
- 2) Stanovení kritérií pro hodnotový screening akcií a výběr společností vhodných pro hlubší fundamentální analýzu.
- 3) Provedení fundamentální analýzy vybrané akcie dle výsledků hodnotového screeningu.
- 4) Navržení postupu pro stanovení vnitřní hodnoty této akcie.

### **Metody práce**

V první části práce budou popsána teoretická východiska nutná pro pochopení tématu diplomové práce. Důraz bude kladen zejména na představení a podrobný popis hodnotového přístupu k investování, jakož i fundamentální analýzy, která bude nezbytná pro analytickou část práce. Závěrem teoretické části budou popsány investiční strategie vybraných value investorů, což bude mimořádně důležité zejména s ohledem na plnění prvního parciálního cíle práce. Tito investoři se poměrně často snaží edukovat širší investiční veřejnost a vydávají vlastní knižní publikace, ve kterých právě svůj přístup k investování vysvětlují a častokrát také navrhují pro individuální investory určitá kritéria, která by měli při svém investičním rozhodování zohlednit. Proto tyto publikace budou sloužit jako hlavní zdroj informací o jednotlivých investičních strategiích.

Jelikož má tato práce sloužit primárně retailovým investorům, jimž má navrhnout vhodný postup pro výběr akcií do investičního portfolia, je nutné v rámci analytické a návrhové

části práce celý postup výběru akcií aplikovat v reálných tržních podmínkách a názorně ukázat na praktických příkladech. Proto v rámci analytické části práce budou nejprve stanoveny vhodné ukazatele pro prvotní screening akcií a podle nich budou vyfiltrovány takové akcie, jež se aktuálně mohou jevit jako podhodnocené. Z takto nalezených akcií bude následně vybrána jedna, která bude podrobena důkladné fundamentální analýze. Provedení fundamentální analýzy by mělo vést ke zjištění informací, které budou potřebné pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Na základě takto stanovené vnitřní hodnoty pak bude možné formulovat jednoznačné závěry o tom, jakým způsobem by investoři měli přistupovat k investičnímu rozhodování a zdali by investoři měli přemýšlet o zařazení analyzované akcie do vlastního investičního portfolia.

# 1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

První kapitola této diplomové práce bude popisovat teoretická východiska, která jsou nutná pro pochopení dané problematiky. Veškerá témata budou popsána na základě důkladné literární rešerše, a to jak české, tak zahraniční literatury. Nejprve budou definovány pojmy jako investice nebo investor, jelikož jejich chápání rozličnými autory může být zcela rozdílné a pro potřeby této diplomové práce je pochopení jejich významu zcela klíčové. Následně vzhledem k tomu, že diplomová práce bude zaměřena primárně na investování do amerických akciových titulů, tak budou popsány způsoby sledování vývoje na těchto trzích, a to formou vybraných akciových indexů. Stěžejní část teoretické části práce bude věnována principům hodnotového investování a fundamentální analýzy, z nichž bude následně vycházet analytická část práce. V závěru této kapitoly budou také představeni někteří z nejvýznamnějších hodnotových (value) investorů a jejich investiční strategie.

## 1.1 Investice, investor a investování

Investice lze obecně charakterizovat jako zcela záměrné obětování současné hodnoty za účelem získání jiné zpravidla vyšší, i když ne zcela jisté hodnoty budoucí. Jde tedy o alokaci zdrojů s cílem dosáhnout jejich zhodnocení.<sup>1</sup> Budoucí vyšší hodnoty lze docílit například realizací vlastní podnikatelské činnosti nebo výběrem různých investičních nástrojů.<sup>2</sup> Dle druhu investičních nástrojů můžeme následně investice rozdělit na:

- reálná aktiva,
- finanční aktiva.<sup>3</sup>

Na základě předchozího odstavce, kde byl charakterizován pojem investice, lze nyní odvodit také to, jakým způsobem může být chápán pojem investor. Investor je osoba, která se vzdá svých volných peněžních prostředků v domnění, že budou zhodnoceny a jejich budoucí hodnota tak bude vyšší.<sup>4</sup> Investory však nedefinuje pouze samotná činnost investování a využívání volných finančních prostředků. Zásadní je také to, jakým

---

<sup>1</sup> PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*, str.121

<sup>2</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 52

<sup>3</sup> JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*, str. 21

<sup>4</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 52

způsobem se snaží své volné finanční prostředky zhodnotit a jakých aktiv k jejich zhodnocení využívají. Z tohoto důvodu je nutné nejprve podrobněji definovat, jaké činnosti investoři při zhodnocení vlastních finančních prostředků využívají.

Dle Benjamina Graham mohou být takovéto činnosti nazývány jako investiční operace a ty definuje následujícím způsobem: „*Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování vloženého kapitálu a dosažení dostatečného výnosu. Naopak operace, která nesplňuje tato kritéria budou nazývány spekulace.*“<sup>5</sup>

Právě proto, bude pro účely této diplomové práce pojem investor chápán jako osoba, která se vzdá svých volných finančních prostředků a vloží je do takových aktiv, u kterých lze na základě důkladné analýzy předpokládat, že zajistí investorovi v dlouhodobém horizontu dosažení jeho investičních cílů.

### **1.1.1 Účastníci kapitálového trhu**

Na kapitálových trzích se pohybuje řada různých subjektů. Obecně je můžeme rozdělit na institucionální a retailové investory.

#### **Institucionální investoři**

Mezi institucionální investory lze zařadit zejména velké nadnárodní korporace, jejichž objem realizovaných obchodů se denně pohybuje v miliardách dolarů, avšak také menší obchodní společnosti nebo brokery. Cílem a motivací těchto účastníků trhu je obvykle potřeba generování zisku. Toho dosahují buď realizací vlastních investičních operací nebo zprostředkováním příkazů svých klientů, kteří za jejich služby platí odpovídající poplatky. Odhaduje se, že příkazy velkých institucionálních investorů tvoří až 80 % ze všech realizovaných obchodů na trhu a právě z tohoto důvodu je důležité jejich chování velmi bedlivě sledovat.<sup>6</sup>

#### **Retailové investoři**

Do skupiny retailových investorů bude patřit většina z nás. Tato skupina obvykle nedisponuje kapitálem v řádu miliard dolarů ani nezaměstnávají armády analytiků, kteří by denně sledovali a analyzovali dění a pohyby jednotlivých akciových titulů na trhu.

---

<sup>5</sup> GRAHAM, Benjamin a David DODD. *Security analysis*, str. 106

<sup>6</sup> ŠTÝBR, David, Petr KLEPETKO a Pavlína ONDRÁČKOVÁ. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*, str. 18–19



Jejich cílem je obvykle zajištění vlastní klidné budoucnosti ať už ve formě dostatečných finančních prostředků pro klidné stáří či získání finanční nezávislosti. Právě díky výše popsaným rozdílům je jasné, že strategie retailových a institucionálních investorů se bude v řadě parametrů velmi výrazně lišit.

### 1.1.2 Aktivní a pasivní investování

Charakteristiky a postavení vlastníka zpravidla determinují vlastnosti jeho investičního portfolia. Mezi tyto vlastnosti lze mimo jiné zařadit také ochotu investorů věnovat správě vlastního investičního portfolia část volného času, tedy to zdali bude investor ochoten aktivně se podílet na rozhodování o složení jeho investičního portfolia nebo naopak bude pouze pasivním přihlížejícím.<sup>7</sup> Podle těchto vlastností lze vymezit dvě základní skupiny investorů:

- aktivní investory,
- pasivní investory.<sup>8</sup>

Aktivní investor je ochotný vynaložit vlastní čas a úsilí na analýzu cenných papírů, které jsou atraktivně oceněné. Za to však očekává, odměnu ve formě vyšších dlouhodobých výnosů, právě kvůli tomu, že bude schopen vybrat takové akcie, které dosáhnou v budoucnu vyšších výnosů než akciový trh jako celek. Pasivní investor naproti tomu bude upřednostňovat to, aby se pokud možno vyhnul chybám. Chce mít se správou vlastního portfolia minimum starostí a času stráveného rozhodováním.<sup>9</sup> Pasivní investoři nevěří, že lze dlouhodobě překonávat výkonnost trhu a aktivní investory považují za blázny.

Mezi nejčastějšími argumenty pasivních investorů proti aktivním patří zejména to, že za aktivní správu portfolia musí investoři platit nesmyslně vysoké poplatky, místo toho aby za relativně nízký poplatek nakoupili akciový index kopírující výkonnost celého trhu.<sup>10</sup> Právě nízkonákladovost a časová nenáročnost patří mezi hlavní výhody pasivního investičního přístupu. Díky nízkým nákladům jsou schopni pasivní investoři v mnohých případech outperformovat výnosy aktivních investorů.<sup>11</sup>

---

<sup>7</sup> GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*, str. 91.

<sup>8</sup> TŮMA, Aleš. *Průvodce úspěšného investora: vše, co potřebujete vědět o fondech*, str. 34.

<sup>9</sup> GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*, str. 24.

<sup>10</sup> TŮMA, Aleš. *Průvodce úspěšného investora: vše, co potřebujete vědět o fondech*, str. 34–35

<sup>11</sup> GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*, str. 91.

Všechno ale nemusí být tak jednoduché jak se na první pohled může zdát. Jednak pasivní investování může mít také své stinné stránky. Například jednou z nejvíce zmiňovaných je to, že většina indexů je hodnotově vážená podle tržní kapitalizace. Tím pádem vznikne-li na akciovém trhu bublina a některé společnosti jsou oceněny na nesmyslně vysokých valuacích, pak zastávají v indexu tím větší váhu a tím rizikovější se investice do takového indexu stává.<sup>12</sup> Zároveň argument pasivních investorů, že aktivní investoři platí vysoké poplatky je velmi chatrný. Aktivní investoři se nemusejí spoléhat na nabídku fondů, které spravuje někdo jiný, ale obvykle se bude jednat o investory, kteří budou nakupovat sami individuálně akciové tituly do portfolia. V tom případě si mohou „sami“ určit % výši poplatku, kterou budou platit a to podle toho, jaký objem prostředků budou do dané akcie při nákupu alokovat. Zároveň investoři, kteří si aktivně spravují portfolio rozhodně nebudou vystaveni žádným poplatkům za správu portfolia.

Z toho vyplývá, že jak pasivní tak aktivní investiční přístup má svá jistá pozitiva a negativa, a je spíše na investorech jaký způsob obhospodařování portfolia si zvolí. Co je však jisté je, že pokud chtějí investoři mít alespoň možnost dosáhnout na výnosy vyšší než je průměrný výnos trhu, pak musí jednoznačně zvolit aktivní správu portfolia.

## **1.2 Akcie jako investiční instrument**

*„Řada lidí má tendenci pohlížet na akcie pouze jako na předmět finanční spekulace.“<sup>13</sup>*

Akcie však představuje především podíl na majetku společnosti.<sup>14</sup> Emitováním a následným prodejem vlastních akcií jsou typicky zajišťovány potřebné finanční prostředky pro rozvoj firemních podnikatelských aktivit.<sup>15</sup>

### **1.2.1 Druhy akcií**

Na světových finančních trzích se vyskytuje nepřehledné množství různých druhů akcií, které se vzájemně liší svými vlastnostmi a zejména pak právy, která s jejich vlastnictvím souvisejí.

---

<sup>12</sup> TŮMA, Aleš. *Průvodce úspěšného investora: vše, co potřebujete vědět o fondech*, str. 36.

<sup>13</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 22

<sup>14</sup> KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*, str. 19

<sup>15</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 230

V zásadě lze však identifikovat dvě hlavní skupiny akcií:

- akcie kmenové,
- akcie prioritní.<sup>16</sup>

### **Kmenové akcie**

Kmenové akcie jsou nejrozšířenějším a nejobchodovanějším druhem akcií na kapitálových trzích.<sup>17</sup> S kmenovými akciemi jsou neodmyslitelně spjata následující akcionářská práva:

- právo podílet se na řízení společnosti,
- právo podílet se na zisku společnosti,
- právo podílet se na likvidačním zůstatku společnosti.<sup>18</sup>

Životnost výše zmíněných práv, stejně jako životnost samotných akcií je časově neohraničená. Výjimku tvoří pouze situace, kdy dochází ke změnám základního kapitálu společnosti, jako jsou například fúze, akvizice nebo rozhodnutí o snížení základního kapitálu, a případně také případ potenciálního bankrotu společnosti.<sup>19</sup>

### **Prioritní akcie**

Stanovy společnosti však mohou určit také vydání jiných druhů akcií s nimiž jsou spojena některá přednostní práva, obvykle týkající se předem stanovené výše vyplácené dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku. Takovéto akcie se nazývají preferenční nebo také prioritní. Za výhody které majitelé těchto akcií obdrží mají ovšem omezena hlasovací práva v situaci, je-li dividenda z prioritních akcií pravidelně vyplácena. To znamená, že hlavní výhoda prioritních akcií je v tom, že umožňují akciové společnosti, aby zvyšovala svůj základní kapitál a to bez toho, aby se měnil poměr hlasovacích práv.<sup>20</sup>

---

<sup>16</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 231

<sup>17</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*, str. 206

<sup>18</sup> JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*, str.64.

<sup>19</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 231

<sup>20</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*, str. 206

## **Výnosy plynoucí z akcií**

Za výnosy jsou obecně považovány veškeré hotovostní toky (cash flow) které investor za dobu vlastnictví investičních instrumentů získá.<sup>21</sup> Z toho důvodu rozlišujeme mezi těmito druhy výnosů:

- běžné výnosy,
- kapitálové výnosy.<sup>22</sup>

Celkový výnos je následně tvořen součtem těchto dílčích výnosů za sledované období.

### **Běžné výnosy**

Za běžné výnosy lze považovat veškeré hotovostní toky plynoucí investorům z držby investičních instrumentů za určité období.<sup>23</sup> U akcií jsou podíly na zisku společnosti vypláceny ve formě dividendy.<sup>24</sup> Je však třeba mít na paměti, že to zdali bude dividenda vyplacena nebo v jaké výši není pevně dané a může se v čase měnit.<sup>25</sup> Vedení společnosti se může rozhodnout zadržet zisky společnosti a použít je například k realizaci investičních záměrů. Přestože se to na první pohled nezdá, ale i toto rozhodnutí může vyústit v konečném důsledku ve prospěch akcionářů společnosti, protože realizace investičního záměru povede k zajištění vyšších příjmů v budoucnosti.<sup>26</sup>

### **Kapitálové výnosy**

Kapitálové výnosy nevznikají při držbě samotných investičních instrumentů, ale až při jejich obchodování. To znamená, že kapitálové výnosy bývají obvykle spojeny pouze s obchodovatelnými cennými papíry. V případě akcií budou za kapitálové výnosy považovány všechny peněžní toky (cash flow), které investor získá jejich případným prodejem.<sup>27</sup>

---

<sup>21</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 169

<sup>22</sup> ŠOBA, Oldřich a Martin ŠIRŮČEK. *Finanční matematika v praxi*, str. 159.

<sup>23</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 170

<sup>24</sup> JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*, str. 30

<sup>25</sup> KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*, str. 19

<sup>26</sup> JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*, str. 30

<sup>27</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 171

## 1.2.2 Daňové aspekty akciových investic

To, jakým způsobem budou daně ovlivňovat výnosy z investic bude primárně záviset na těchto dvou parametrech:

- o jaký typ osoby se z daňového hlediska jedná,
- o jaký typ příjmu se z daňového hlediska jedná.

Retailoví investoři budou většinou poplatníci daně z příjmu fyzických osob a tím pádem budou jejich zdanitelné příjmy většinou spadat do jednotlivých dílčích základů daně dle § 6 až 10

### Zdanění příjmů z držby akcií (dividend)

Příjmy z kapitálového majetku, tak jak je definuje § 8 ZDP rozumíme pouze příjmy z držby finančního majetku, tedy běžné výnosy a nikoli výnosy kapitálové.<sup>28</sup> Jejich zdanění však může být mírně odlišné od běžného postupu zdanění fyzických osob, protože některé z těchto příjmů mohou být dle § 36 zdaněny zvláštní sazbou daně přímo u zdroje.<sup>29</sup> Příkladem mohou být dividendy plynoucí akcionáři od tuzemského plátce daně. Takovéto příjmy plynoucí poplatníkovi daně z příjmů fyzických osob ze zdrojů na území České republiky budou zdaněny 15 % srážkovou daní, přičemž samotný výběr srážkové daně provádí plátce daně.<sup>30</sup> Takto sražená a odvedená daň je pro poplatníky konečná.<sup>31</sup> Naopak příjmy z kapitálového majetku plynoucí ze zdrojů v zahraničí se obecně zahrnují do dílčího základu daně z kapitálového majetku a až na výjimky nejsou sníženy o vynaložené výdaje.<sup>32</sup>

### Zdanění příjmů z prodeje akcií

Kapitálové výnosy z akcií, tedy příjmy z jejich prodeje jsou zdaňovány dle § 10 ZDP. Avšak u těchto příjmů se lze setkat s tzv. nezdanitelným minimem, a to v případě, že v úhrnu za zdaňovací období nepřesáhnou tyto příjmy v hrubé výši 100 000 Kč.

---

<sup>28</sup> VANČUROVÁ, Alena, Lenka LÁCHOVÁ a Hana ZÍDKOVÁ. *Daňový systém ČR 2020*, str. 213

<sup>29</sup> VYCHOPENĚ, Jiří, Ivan BRYCHTA, Ivan MACHÁČEK, Martin DĚRGEL, Ivana PILAŘOVÁ a Jiří STROUHAL. *Daň z příjmů 2022*, str. 115

<sup>30</sup> VANČUROVÁ, Alena, Lenka LÁCHOVÁ a Hana ZÍDKOVÁ. *Daňový systém ČR 2020*, str. 213–214

<sup>31</sup> VYCHOPENĚ, Jiří, Ivan BRYCHTA, Ivan MACHÁČEK, Martin DĚRGEL, Ivana PILAŘOVÁ a Jiří STROUHAL. *Daň z příjmů 2022*, str. 115

<sup>32</sup> VYCHOPENĚ, Jiří, Ivan BRYCHTA, Ivan MACHÁČEK, Martin DĚRGEL, Ivana PILAŘOVÁ a Jiří STROUHAL. *Daň z příjmů 2022*, str. 115

V případě, že je tato podmínka splněna, pak jsou tyto příjmy osvobozeny od daně z příjmů fyzických osob.<sup>33</sup>

### 1.3 Největší akciové indexy amerického kapitálového trhu

Burzovní akciové indexy představují agregátní indikátory, jejichž úkolem je informovat o celkovém vývoji a situaci na trhu, či v určitém vybraném odvětví. Pro širokou investiční veřejnost mohou být zdrojem velmi cenných informací o výnosnosti nebo celkové atmosféře na trhu.<sup>34</sup>

V investiční praxi jsou indexy velmi často využívány jako benchmark, tedy referenční hodnota pro hodnocení (kritérium) pro porovnání výkonnosti fondů, portfolií nebo jednotlivých investičních strategií s výkonností celého trhu.<sup>35</sup>

Rozličné burzy a agentury vytvářejí své vlastní indexy, které se vzájemně odlišují svým rozsahem, složením či způsobem výpočtu. Dle rozsahu je možné akciové indexy rozdělovat na:

- indexy souhrnné,
- indexy výběrové.<sup>36</sup>

Základní rozdíl mezi těmito druhy indexů spočívá v tom, že indexy souhrnné obsahují obvykle veškeré akcie obchodované na dané burze, zatímco indexy výběrové obsahují pouze některé akcie vybrané na základě určitých předem stanovených kritérií. Typickým příkladem souhrnného indexu je americký index NASDAQ, a naopak jako příklad výběrového indexu je možné uvést index Dow Jones industrial average.<sup>37</sup>

#### 1.3.1 Dow Jones industrial average index

Nejstarším a nejznámějším akciovým indexem je bez pochyby Dow Jones Industrial Average index. Byl vytvořen již v roce 1896 Charlesem Dowem a původně obsahoval pouze 12 akcií průmyslových podniků. Aby byl index schopen svou výkonností reálně zrcadlit situaci v americké ekonomice, byl postupně rozšiřován až dosáhl na současnou hodnotu, kdy kopíruje vývoj 30 amerických akciových společností obchodovaných

---

<sup>33</sup> VANČUROVÁ, Alena, Lenka LÁCHOVÁ a Hana ZÍDKOVÁ. *Daňový systém ČR 2020*, str. 217

<sup>34</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*, str. 92

<sup>35</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*, str. 92

<sup>36</sup> JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*, str. 174.

<sup>37</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 449

na NYSE. Přídomek „industrial average“ je již tedy poněkud zastaralý, jelikož index obsahuje akcie z různých sektorů, ať se jedná právě o průmyslové podniky, sektor bankovníctví, technologií, energetiky nebo obchodní podniky.<sup>38</sup>

**Tabulka 1: Seznam akcií z indexu Dow Jones industrial average k 1. 1. 2022<sup>39</sup>**

3M CO.	JOHNSON & JOHNSON
AMERICAN EXPRESS CO.	JPMORGAN CHASE & CO.
AMGEN INC.	MCDONALD'S CORP.
APPLE INC.	MERCK CO.
BOEING CO.	MICROSOFT CORP.
CATERPILLAR INC.	NIKE INC.
CHEVRON CORP.	PROCTER & GAMBLE CO.
CISCO INC.	SALESFORCE
COCA-COLA CO.	TRAVELERS INC
DOW INC	UNITEDHEALTH INC.
GOLDMAN SACHS	VERIZON INC.
HOME DEPOT INC.	VISA INC.
HONEYWELL	WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC
IBM CORP.	WALMART
INTEL CORP.	WALT DISNEY

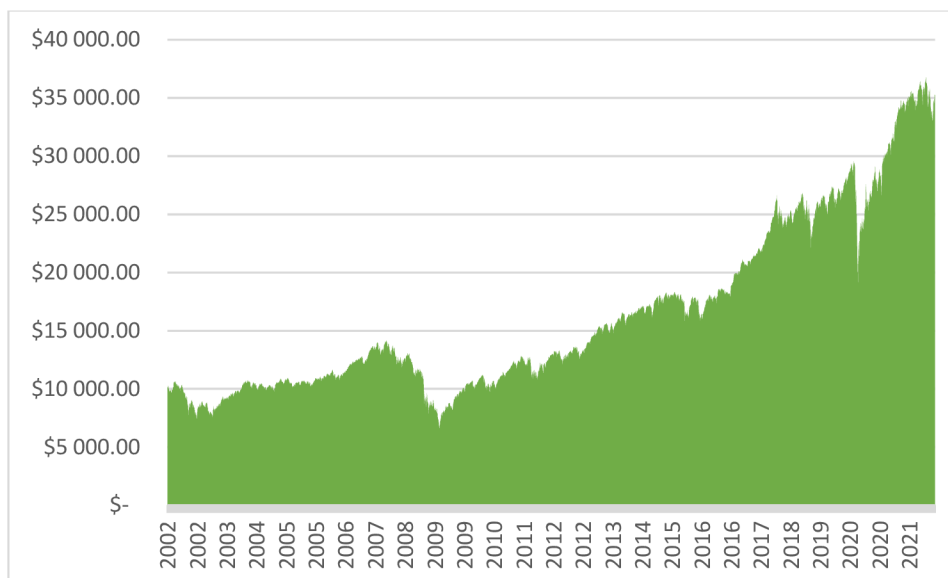
Výběr společností zahrnuje výhradně tzv. blue-chips, tedy jedná se o nejkvalitnější akcie newyorské burzy, obchodované na jejím nejprestižnějším segmentu trhu.<sup>40</sup> Samotný výběr společností do indexu zajišťují novináři deníku Wall Street Journal, který je vydáván společností Dow Jones & Company.<sup>41</sup>

<sup>38</sup> JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*, str. 176

<sup>39</sup> Vlastní zpracování dle wsj.com

<sup>40</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 452

<sup>41</sup> JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*, str. 176



Graf 1: Vývoj indexu Dow Jones Industrial Average v letech 2002 až 2021<sup>42</sup>

### 1.3.2 S&P 500

Index S&P 500 byl vytvořen společností Standard & Poor's již v roce 1923, kdy obsahoval pouze 90 akcií. Později v roce 1957 byl index rozšířen až do současné podoby, kdy ho tvoří celkem 500 různých akcií.<sup>43</sup> Soubor akcií reprezentuje různá odvětví americké ekonomiky, přičemž většina akcií tvořících index S&P 500 je registrována k obchodování na Newyorské burze cenných papírů (NYSE), avšak některé také na burzách NASDAQ a AMEX.<sup>44</sup> Výpočet hodnoty indexu je založen na měření výkonnosti každé akcie, přičemž tato výkonnost je dále přepočtena dle váhy, kterou daná akcie v indexu má. Váha akcií v indexu je dána jejich tržní kapitalizací (čím vyšší je tržní kapitalizace akcie, tím vyšší váhu v indexu S&P 500 získá). Právě díky svému rozsahu a metodě výpočtu je index S&P 500 považován za lepší ukazatel pro zachycení výkonnosti celého trhu než například index DJIA.<sup>45</sup>

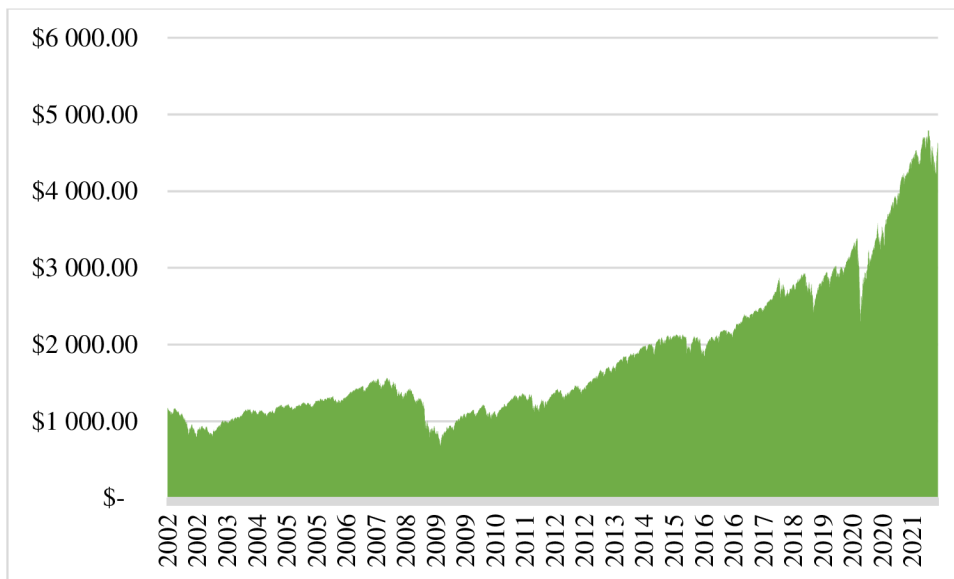
<sup>42</sup> Dow Jones Industrial Average – Historical data. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EDJI/history?msclkid=52c44d92cf9711ecbdec31e2ba8e84a3>.

<sup>43</sup> SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*, str. 47.

<sup>44</sup> JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*, str. 179

<sup>45</sup> SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*, str. 47.





Graf 2: Vývoj indexu S&P 500 v letech 2002 až 2022<sup>46</sup>

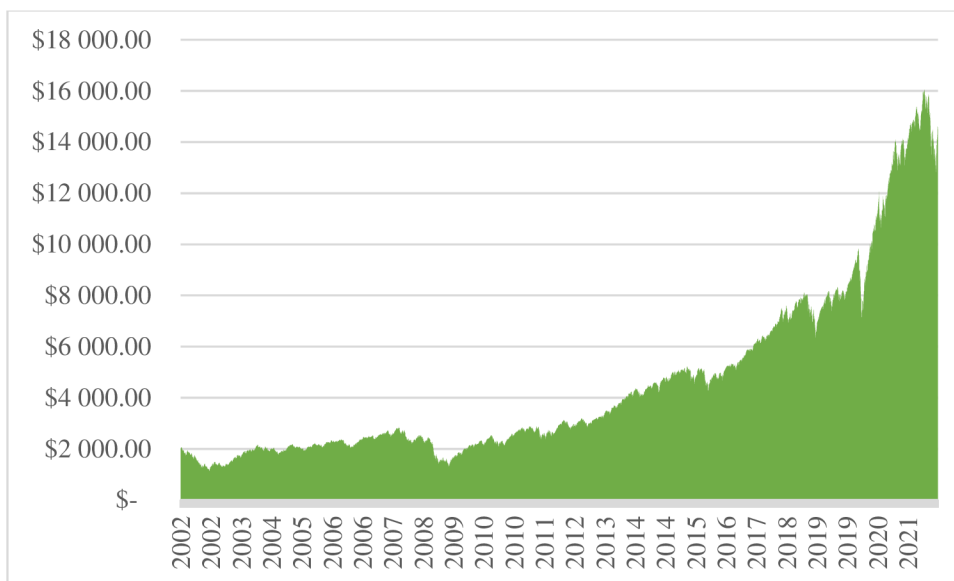
### 1.3.3 NASDAQ

Index NASDAQ je souhrnným váženým indexem všech akcií obchodovaných na trhu NASDAQ. Byl založen krátce po založení burzy NASDAQ a původně ho tvořily primárně menší technologické společnosti, které nesplňovaly podmínky pro to, aby mohly být kótovány na NYSE. S příchodem technologického boomu v 90. letech minulého století však zažil také index NASDAQ obrovský nárůst popularity a nebývalý objem růstu zobchodovaného objemu akcií. V současné době již NASDAQ není pouze domovem malých firem, ale jedná se o zcela plnohodnotnou burzu.<sup>47</sup>

<sup>46</sup> S&P 500 - Historical data. Dostupné z:

<https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?msclkid=068a0e65cf9811ecb50c336b2fae8f76>.

<sup>47</sup> SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*, str 48.



**Graf 3: Vývoj indexu Nasdaq v letech 2002 až 2022<sup>48</sup>**

## 1.4 Hodnotové investování

Hodnotové investování je přístup představený veřejnosti ve 30. letech 20. století. Otcem hodnotového investování bývá nazýván Benjamin Graham, protože právě jeho kniha *Inteligentní investor* dostala koncept investování na základě vnitřní hodnoty akcií do širšího povědomí investiční veřejnosti.<sup>49</sup>

### 1.4.1 Základní principy hodnotového investování

Hlavní myšlenka hodnotového investování spočívá v tom, že existuje nesoulad mezi tržní cenou akcie a její reálnou cenou tedy tzv. vnitřní hodnotou. Za vnitřní hodnotu akcie je přitom považována cena, kterou by byl maximálně racionální kupující ochoten za daný vlastnický podíl ve společnosti zaplatit.<sup>50</sup>

Hodnotoví investoři však chápou, že ne vždy se účastníci trhu musí chovat 100 % racionálně. Investoři mohou být ovlivňováni nejrůznějšími emocionálními faktory a prožitky. Ostatně například behaviorální ekonomie je jednou z oblastí zkoumání zabývající se právě emočními a psychologickými faktory, které chování a rozhodování lidí ovlivňuje.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> NASDAQ Composite – Historical data. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EIXIC/history?p=%5EIXIC>.

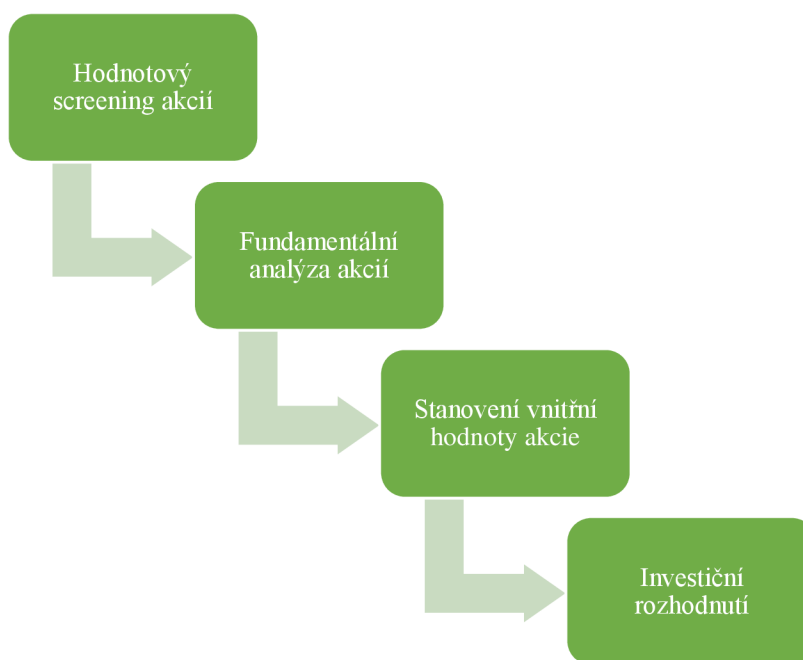
<sup>49</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 9

<sup>50</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 13

<sup>51</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 113

Na základě těchto poznatků lze říci, že hodnotoví investoři sice věří, že v dlouhém období bude tržní cena akcie inklinovat k tomu, aby se co nejvíce vnitřní hodnotě přiblížila, avšak krátkodobě může právě zejména díky nejruznějším emocionálním vlivům kolem své vnitřní hodnoty oscilovat. Tyto odchylky od vnitřní hodnoty mohou být někdy velmi výrazné a poskytnout tak investorům velmi výhodné nabídky k nákupu akcií.<sup>52</sup>

Akcie jejichž vnitřní hodnota bude vyšší než jejich aktuální tržní cena budou nazývány podhodnocené akcie. Investoři by se tedy měli za pomoci důkladné analýzy snažit takového podhodnocené akcie identifikovat a přidat je do vlastního investičního portfolia, což jim umožní v souladu se zvolenou investiční strategií dosažení přiměřeného výnosu při zachování relativně nízké míry rizika.<sup>53</sup> Samotný postup, jakým mohou být podhodnocené akcie identifikovány bude rozdělen do čtyř fází, které jsou zobrazeny v následujícím schématu.



Obrázek 1: Postup identifikace podhodnocených akcií dle zásad hodnotového investování

## 1.5 Screening akcií

Jako první fáze pro identifikaci podhodnocených akcií dle principů hodnotového investičního přístupu byl definován hodnotový screening akcií. Jen na americkém

---

<sup>52</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 13

<sup>53</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 13–14

akciovém trhu se nacházejí desítky tisíc veřejně obchodovaných akciových společností a není v možnostech retailových investorů, ať už kvůli celkové pracnosti nebo z důvodu časového omezení, provádět kompletní fundamentální analýzu na každou jednu z těchto společností. Právě proto individuální investoři často přistupují ke screeningu akcií.<sup>54</sup>

Screeningem rozumíme nástroj využívaný k filtrování akcií na základě předem definovaných kvantitativních kritérií. Investor pro screening využívá specializovaných screeningových aplikací, které jsou napojeny na rozsáhlé databáze a obsahují nejrůznější finanční informace o veřejně obchodovaných společnostech.<sup>55</sup> Hodnotový screening totiž vychází z předpokladu, že value akcie, jejichž cena se nachází pod skutečnou vnitřní hodnotou, vykazují určité shodné znaky na základě kterých lze tyto podhodnocené akcie identifikovat.<sup>56</sup>

## 1.6 Fundamentální akciová analýza

Jedním z mála míst, kde se fundamentální analýza aplikuje ve větší míře jsou právě akciové trhy. Akcie lze sice v krátkodobém měřítku obchodovat pouze za pomoci jiných metod (např. technické analýzy), ty však neposkytují důležité informace o dlouhodobých trendech vývoje akciové společnosti.<sup>57</sup>

Fundamentální akciovou analýzu lze tedy charakterizovat jako jakýsi soubor nejrůznějších přístupů účelově vybraných analytických metod ze kterých investoři při investičním rozhodování vycházejí a umožňují jim stanovit vnitřní hodnotu vybraných akcií. Jejím hlavním úkolem je odhalit faktory, na jejichž základě bude možné stanovit vnitřní hodnotu vybrané akcie.

---

<sup>54</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 78

<sup>55</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 196

<sup>56</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 78–79

<sup>57</sup> HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích – akcie, komodity a forex*, str. 116.

Z hlediska charakteru zkoumaných faktorů lze fundamentální analýzu rozdělit na:

- globální analýzu makroekonomických ukazatelů,
- odvětvovou analýzu,
- analýzu jednotlivých akciových titulů.<sup>58</sup>

Informace vyhodnocené z fundamentální analýzy slouží k identifikaci těch akcií, jejichž vnitřní hodnota je vyšší než současná tržní cena, což znamená že velmi výrazně ovlivňuje rozhodování o nákupu případně prodeji dané akcie.<sup>59</sup>

### 1.6.1 Postup provádění fundamentální analýzy

Jednoznačný postup, jakým fundamentální analýzu akcií provádět nelze přesně identifikovat, jelikož je vysoce subjektivní a každý investor bude využívat jiných nástrojů.<sup>60</sup> Způsob provádění fundamentální analýzy bude také významně záviset na zvoleném investičním přístupu a strategii.<sup>61</sup> Co je však možné rozlišit, tak je určitá posloupnost, jakou při fundamentální analýze investoři postupují. Je možné rozlišovat následující dva přístupy provádění fundamentální analýzy:

- top-down přístup,
- bottom-up přístup.<sup>62</sup>

Oba postupy mají stejný cíl a tím je vybrat do portfolia takové společnosti, které se po analýze jeví jako nejlepší možné investice.<sup>63</sup> Top-down přístup se těší velké oblibě zejména mezi institucionálními portfolio managery. Jeho podstatou je, že se snaží o stanovení možných scénářů budoucího makroekonomického vývoje a na základě toho předpovědět, jakým způsobem budou na tento vývoj reagovat jednotlivé druhy aktiv či jednotlivá aktiva. Nejprve jsou identifikovány jednotlivé makroekonomické hybné síly, jejichž dopad je následně promítán do vývoje odvětví a také do predikce vývoje vybraných akcií. Portfolio manažeři se snaží správně sestavit takové portfolio, které jim dle jejich odhadů budoucího vývoje poskytne dostatečný výnos při zachování únosné

---

<sup>58</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 239

<sup>59</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 13

<sup>60</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 238

<sup>61</sup> HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích – akcie, komodity a forex*, str. 116.

<sup>62</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 187–188

<sup>63</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 131.

míry rizika. Bohužel pro retailového investora je zásadní nevýhodou tohoto přístupu to, že bojuje proti mnohapočetnému zástupu analytiků v jednotlivých investičních společnostech, kteří budou schopni predikovat možný vývoj na trhu mnohem rychleji.<sup>64</sup> Právě z toho důvodu není top-down přístup mezi hodnotovými investory příliš oblíbený. Mnohem raději volí přístup zcela opačný, který nevyžaduje specializované makroekonomické odhady nejjisté budoucnosti. Investoři praktikující bottom-up přístup se spíše zaměřují na specifika a fundamenty jednotlivých akciových společností a makroekonomický vývoj či vývoj jednotlivých odvětví v podstatě ignorují.<sup>65</sup> Investoři budou hledat finančně silnou stabilní společnost, která je schopná překonat různé situace na trzích a v dlouhodobém horizontu jim poskytne dostatečně vysoký výnos. Právě díky tomu, že můžou nahlížet na vývoj společnosti v dlouhodobém časovém horizontu získávají oproti jednotlivým analytikům investičních společností neocenitelnou výhodu.<sup>66</sup>

Stále lze však v případě aplikace tohoto přístupu jeden zásadní problém a to že investoři absolutně ignorují makroekonomický a odvětvový vývoj. Dle mého názoru zde nelze s autory souhlasit v tom, že by měly tyto veličiny zanedbatelný vliv na vývoj cen akcií. Příklad lze najít v nedávné minulosti a tím je odvětví výroby psacích strojů. Pokud by investoři nakoupili společnost na výrobu psacích strojů v momentě, kdy začaly být tyto stroje nahrazovány počítači, pak ani nákup nejlepší společnosti v daném odvětví by investory od mizerných výnosů nezachránil. Je sice pravdou, že charakteristiky samotné společnosti a její finanční zdraví budou v případě investice těmi klíčovými faktory, avšak ani odvětvovou a globální analýzu nelze zcela opomíjet.

### **1.6.2 Globální analýza**

Globální analýza by měla být neoddělitelnou součástí každé fundamentální analýzy. Avšak bylo by však bláhové myslet si, že retailoví investoři dokážou provádět tak podrobnou analýzu makroekonomického prostředí a jeho vlivu na vybrané akciové společnosti, jako je tomu u velkých institucionálních investorů s desítkami či stovkami analytiků. Retailoví investoři nejen že nemají dostatečné časové možnosti na to, provádět

---

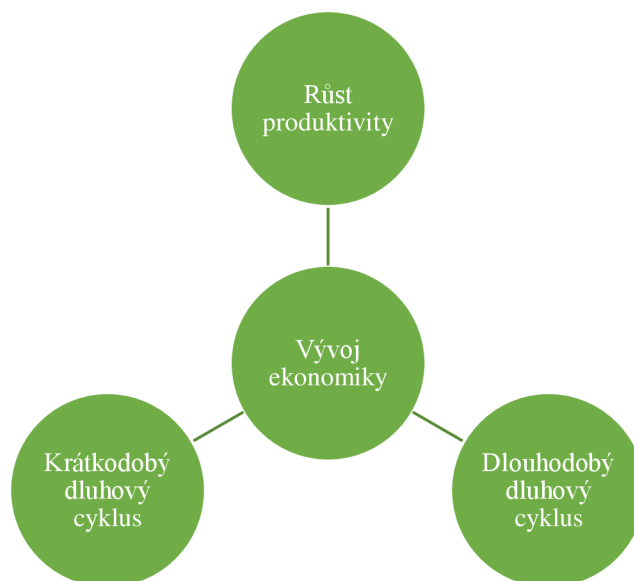
<sup>64</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 187–188

<sup>65</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 131.

<sup>66</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 189–192

takto důkladnou analýzu vnějšího prostředí, ale především většina z nich ani nedisponuje dostatečnými znalostmi a zkušenostmi k tomu, aby byli schopni u jednotlivých makroekonomických ukazatelů odhalit vazby a jejich dopad na vývoj jednotlivých akcií. Právě z tohoto důvodu bude u retailových investorů preferován zjednodušený postup pro globální analýzu založený na teorii dluhového cyklu. Globální analýza tedy bude zjednodušena do té míry, aby ji byl retailový investor schopen provádět, ale takovým způsobem, aby byla stále zachována její základní funkčnost (schopnost identifikovat akcie, v rámci kterých je vyšší pravděpodobnost že v budoucnu budou outperformovat svými výnosy akciový trh).

Tento přístup, bude stavět na teorii, kterou bychom mohli volně přeložit jako teorii tří hybných sil, popsanou správcem největšího investičního fondu Bridgewater Associates a makroekonomem Raymondem T. Dalio. Ekonomika je podle ní sumou provedených transakcí mezi kupujícími a prodávajícími, přičemž změny v ekonomice jsou vyvolávány dostupností peněz a úvěrů. Dalio v rámci této teorie popisuje tři hlavní složky, které jsou hybateli ekonomiky. Jsou jimi růst produktivity, krátkodobý dluhový cyklus a dlouhodobý dluhový cyklus.<sup>67</sup>



**Obrázek 2: Hlavní hybné síly ovlivňující vývoj ekonomiky<sup>68</sup>**

---

<sup>67</sup> DALIO, Raymond Thomas. *How the Economic Machine Works: Leveragings And Deleveragings*, str. 3–4.

<sup>68</sup> Vlastní zpracování dle DALIO, Raymond Thomas. *How the Economic Machine Works: Leveragings And Deleveragings*

## **Růst produktivity**

Dalio ke znázornění růstu produktivity využívá ukazatel HDP per capita. V průběhu posledních 100 let rostlo reálné HDP per capita v průměru o necelá 2 %. Je tomu tak proto, že v průběhu času se postupně zvyšují znalosti lidí a to vede ke zvýšení jejich produktivity. V dlouhém období dochází k poměrně malým odchylkám od tohoto trendu, což znamená že ekonomika se postupně vždy vrátí do správných kolejí a začne fungovat. Z krátkodobého hlediska jsou však výkyvy poměrně markantní a někdy mohou rozdíly v ekonomické aktivitě dosahovat až 20 procent, což není zanedbatelné. V takovéto době obvykle ceny aktiv výrazně klesají.<sup>69</sup>

## **Krátkodobý dluhový cyklus**

Existence krátkodobých dluhových cyklů má dle Dalia následující příčiny:

- tempo růstu výdajů je rychlejší než růst výrobních kapacit,
- tempo růstu výdajů je omezováno opatřeními centrálních bank.<sup>70</sup>

V důsledku nedostatku výrobních kapacit dochází v ekonomice k růstu ceny produktů (P) a to až do té míry kdy budou muset zakročit centrální banky a provést opatření na snížení růstu cen (monetární restrikce). Tyto restrikce však budou mít za následek to, že v ekonomice nastane recese, která bude ukončena až tím, že centrální banky opět povolí šrouby a sníží úrokové sazby, čímž opět podpoří poptávku po zboží a službách. Typická délka krátkodobého dluhového cyklu je mezi 5 až 8 lety.<sup>71</sup>

## **Dlouhodobý dluhový cyklus**

Současná ekonomika je z velké části založená na dluhovém financování. V určitém bodě však dojde ke zvratu a dluhy budou růst výrazně rychleji než příjmy v ekonomice. Náklady na obsluhu takového dluhu se stanou neudržitelnými v důsledku čehož dojde v ekonomice k drakonickým opatřením, které mají za cíl snížit zadlužení na únosnou mez. V návaznosti na tato opatření vzniká na trzích dlouhodobá deprese, jelikož v této fázi dochází k tomu, že monetární politika je zcela neúčinná (úrokové sazby jsou blízké

---

<sup>69</sup> DALIO, Raymond Thomas. *How the Economic Machine Works: Leveragings And Deleveragings*, str. 6.

<sup>70</sup> DALIO, Raymond Thomas. *How the Economic Machine Works: Leveragings And Deleveragings*, str. 19–20.

<sup>71</sup> DALIO, Raymond Thomas. *How the Economic Machine Works: Leveragings And Deleveragings*, str. 19–20.



0 a již není kam dál snižovat). Deprese v rámci dlouhodobého dluhového cyklu končí úplnou monetizací dluhu tisknutím peněz. Obvyklou délku dlouhodobého dluhového cyklu odhaduje Dalio na 50 až 75 let.<sup>72</sup>

### Fáze dluhového cyklu

Dalio mimo jiné na základě znalosti hybných sil stanovil strategii svého investičního fondu tzv. All weather portfolio. Ta se vyznačuje nižšími, avšak v čase velmi stabilními výnosy a to i v dobách těch nejhlubších recesí. V rámci celého dlouhodobého dluhového cyklu se totiž dle něj dají identifikovat 4 základní fáze. Tyto fáze jsou dány dvěma základními veličinami a to ekonomickým růstem a inflací. Investoři by měli své portfolio vždy přizpůsobovat tomu, v jaké fázi se právě nacházejí, jelikož investiční aktivum, které v jedné fázi dluhového cyklu mohlo přinášet nadprůměrné výnosy může v další fázi přinášet výnosy vysoce podprůměrné.<sup>73</sup>

**Tabulka 2: Fáze dluhového cyklu rozdělené do čtyř kvadrantů podle předpokládaného vývoje ekonomiky<sup>74</sup>**

		INFLACE	
		Rostoucí	Klesající
EKONOMICKÝ RŮST	Rostoucí	Hodnotové akcie se silným cash flow Potravinářské akcie Komoditní akcie REIT	Růstově orientované akcie Cyklické akcie REIT
	Klesající	Hodnotové akcie se silným cash flow Potravinářské akcie Komoditní akcie	Peníze a hotovost

Na schématu výše jsou právě jednotlivé fáze dluhového cyklu znázorněny a to včetně druhu aktiv, které by měly v jednotlivých fázích přinášet nadprůměrné výnosy. Od původního schématu, tak jak ho navrhl Ray Dalio se však toto schéma mírně liší.

<sup>72</sup> DALIO, Raymond Thomas. *How the Economic Machine Works: Leveragings And Deleveragings*, str. 11–12.

<sup>73</sup> The All Weather Story. Dostupné z: <https://www.bridgewater.com/research-and-insights/the-all-weather-story>.

<sup>74</sup> The All Weather Story. Dostupné z: <https://www.bridgewater.com/research-and-insights/the-all-weather-story>.

V rámci diplomové práce nebude možné strategii fondu jedna ku jedné replikovat, vzhledem k tomu, že portfolio fondu Bridgewater Associates není složeno pouze z akciové složky nýbrž z podstatné části i ze složky dluhopisové a komoditní. Analýza dluhového cyklu však může poskytnout cenné informace o tom jaké akcie v rámci jednotlivých fází dluhového cyklu mohou mít tendenci outperformovat celý trh a proto bylo také dané schéma upraveno tím způsobem aby v něm byla zastoupena pouze akciová aktiva případně hotovost.

### 1.6.3 Odvětvová analýza

Odvětvová analýza bude z podstatné části navazovat na myšlenky zavedené v rámci globální analýzy. Ani zde nelze předpokládat, že by retailoví investoři v rámci svého volného času našli dostatečný prostor pro to, aby před samotnou analýzou akcií udělali kompletní analýzu všech odvětví a jejich specifik. Proto je nutné opět odvětvovou analýzu zjednodušit do takové podoby, aby byla pro retailové investory snesitelná. Navíc v rámci odvětvové analýzy lze říci, že pokud se investoři přeci jen rozhodnou analyzovat podrobně akcii z daného odvětví, pak při své analýze zcela jistě na některá specifika daného odvětví narazí, a to i bez toho, aby se zaměřovali na provedení odvětvové analýzy. Pro potřeby této diplomové práce budou stanoveny následující parametry, které budou chápány jako důležité při analýze jednotlivých odvětví:

- schopnost investora porozumět odvětví,
- citlivost odvětví na hospodářský cyklus,
- tržní konkurence a postavení firem v rámci odvětví,
- perspektivy budoucího vývoje odvětví.<sup>75</sup>

#### Schopnost investora porozumět odvětví

Různí investoři toto kritérium nazývají různými způsoby. Warren Buffett a Benjamin Graham by například použili výraz okruh kompetencí (circle of competence).<sup>76</sup> Phil Town doporučoval analyzovat jen takové společnosti, které investoři velmi dobře znají a mají

---

<sup>75</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 245

<sup>76</sup> Warren Buffett *Wealth: Principles and Practical Methods Used by the World's Greatest Investor* [online], str 125. Dostupné z: <https://books.google.cz/books?id=OOZWykmT-KUC&pg=PA125&dq#v=onepage&q&f=false>.

k nim určitý vztah.<sup>77</sup> V podstatě se však jedná vždy o to stejné, pokud investoři nebudou schopni dokonale porozumět firmě a odvětví ve kterém podniká, neměli by do jejich akcií investovat.

### **Citlivost odvětví na hospodářský cyklus**

Dle citlivosti odvětví na hospodářský cyklus lze rozdělit odvětví na cyklická, neutrální a anticyklická. Cyklická se vyznačují tím, že společnosti dosahují největších úspěchů v době hospodářské konjunktury a naopak v dobách recese mohou přicházet poměrně výrazné ztráty. Odvětví neutrální jsou sice obvykle ovlivňována hospodářským cyklem, avšak ne tak výrazně jako odvětví cyklická. Třetí kategorií jsou odvětví anticyklická jsou svou podstatou opakem k odvětvím cyklickým a nejvíce se firmám z těchto odvětví daří v době hospodářských krizí.<sup>78</sup>

### **Tržní konkurence a postavení firem**

Tržní konkurence bude velmi blízce souviset s tržní strukturou odvětví. Rozlišujeme tržní strukturu monopolní, oligopolní a konkurenční.<sup>79</sup> Zároveň v rámci jednotlivých tržních struktur je také důležité sledovat postavení jednotlivých firem. Firmy které budou v daném odvětví lídry budou v diametrálně rozlišné situaci než ty, které se snaží teprve v rámci tržní struktury své jméno vybudovat.

### **Perspektivy budoucího vývoje odvětví**

Jedná se o závěrečnou část analýzy odvětví, jejímž úkolem je určit, které odvětví budou z pohledu budoucího vývoje na trzích nejdůležitější. Tato část analýzy odvětví by měla být zaměřena na analýzu trendů, které rezonují ve společnosti a jež by mohly mít pozitivní dopad na vývoj analyzovaných společností. U takových společností, které jsou v dobré finanční kondici a navíc jejich odvětví bude zažívat dlouhodobý růst s vysokou pravděpodobností investoři dosáhnou nadprůměrných výnosů.

---

<sup>77</sup> TOWN, Philip B. *Rule #1: The Simple Strategy for Successful Investing in Only 15 minutes a Week*, str. 42.

<sup>78</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 245

<sup>79</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 246

#### 1.6.4 Analýza jednotlivých akciových titulů

Samotná analýza akciových titulů je vysoce subjektivní záležitostí. Každý investor si v průběhu své investiční kariéry vybuduje určité návyky a nalezne postupy a ukazatele, které právě jemu svědčí a díky kterým je schopen posoudit, zdali daná akcie vyhovuje jeho investiční strategii. Samotné techniky a rozsah analýzy by však neměly být příliš jednoduché ani příliš složité nebo rozsáhlé. Obecně lze metody při provádění fundamentální analýzy rozdělit do dvou skupin:

- analýzu kvalitativních faktorů,
- analýzu kvantitativních faktorů.<sup>80</sup>

Mezi kvantitativní faktory lze zařadit zejména hodnocení vývoje vybraných finančních ukazatelů na základě výročních zpráv nebo čtvrtletních reportů daných společností. Tyto metody jsou obvykle standardizované a poskytují jednoznačné výsledky, které je možné poměrně jednoduše vyhodnocovat.<sup>81</sup>

Mezi kvalitativní faktory řadíme kvalitu podnikatelského modelu, vyhlídky společnosti v budoucnu a potenciál jejího dalšího růstu, dále je považovaný za významný faktor také kvalita managementu a jeho rozhodnutí nebo identifikace zdrojů konkurenční výhody. Již z jejich charakteristiky je jasné, že u těchto metod nebude vyhodnocení dosažených výsledků tak jednoduché jako v případě kvantitativních metod. Do jejich vyhodnocení budou velmi často vstupovat subjektivní vlivy a bude záviset na zkušenostech a know-how daného investora, jak přesný ve vyhodnocení těchto faktorů bude.<sup>82</sup>

#### Zdroje informací pro analýzu akcií

Přestože je fundamentální analýza komplexním nástrojem pro hodnocení finanční situace společnosti, většinu informací lze u veřejně obchodovaných společností získat z volně dostupných zdrojů. Mezi nejvýznamnější zdroje informací, z nichž mohou investoři při provádění fundamentální analýzy čerpat lze zařadit například:

- investiční platforma od brokera,
- weby akciových společností,

---

<sup>80</sup> GRAHAM, Benjamin a David DODD. *Security analysis*, str. 81–88

<sup>81</sup> GRAHAM, Benjamin a David DODD. *Security analysis*, str. 81–88

<sup>82</sup> GRAHAM, Benjamin a David DODD. *Security analysis*, str. 81–88

- zveřejňované výroční zprávy a ostatní dokumenty,
- webové databáze,
- ostatní zdroje (Televize, zprávy),
- služby a výrobky dané společnosti a jejich vyzkoušení.<sup>83</sup>

## 1.7 Hodnota akcie a její výpočet

Určení hodnoty společnosti je pro investory naprosto klíčové, vzhledem k tomu, že umožňuje určit, zdali je vybraná akcie pro nákup výhodná či nikoliv. Hodnota, kterou investor nákupem akcie získá by měla být vždy vyšší než jeho náklady obětované příležitosti.<sup>84</sup> Již v předchozí části diplomové práce bylo zmíněno, že hodnota je cena, kterou by měl být plně racionální kupující za akcii ochoten zaplatit.<sup>85</sup>

Hodnota je dána racionálními faktory  $x_1, x_2$  až  $x_n$  a investor se může pokusit na základě identifikace těchto parametrů vnitřní hodnotu akcie kvantifikovat. Mezi vybrané determinanty (racionální faktory) určující hodnotu dané akcie můžeme řadit například:

- finanční výkonnost podniku,
- možnosti dalšího růstu,
- dlouhodobou konkurenční výhodu,
- kvalifikovanost managementu a jeho přístup k akcionářům.<sup>86</sup>

Pokud by investorům byly známé všechny faktory, ovlivňující hodnotu akcie, pak by mělo být možné přesně určit hodnotu dané akcie. To je však velmi nerealistický předpoklad. Investorům se může podařit za pomoci fundamentální analýzy identifikovat některé faktory, které mohou mít výrazný vliv na cenu akcie, avšak nikdy tyto faktory neodhalí všechny. Proto při stanovování hodnoty akcií vycházejí z predikcí a předpokladů budoucího vývoje.

Právě kvůli tomu, je nutné při stanovování hodnoty akcií zohledňovat časovou hodnotu peněz, tedy že koruna obdržená v současnosti má vyšší hodnotu než koruna budoucí,

---

<sup>83</sup> HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích – akcie, komodity a forex*, str. 116–117.

<sup>84</sup> KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*.

<sup>85</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 13

<sup>86</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 234.

pak je možné říci, že hodnota akcie by měla být zároveň rovna současné hodnotě všech budoucích peněžních toků, které investor po nákupu dané akcie obdrží. Cílem investora by mělo být maximalizovat současnou hodnotu očekávaných budoucích peněžních toků.<sup>87</sup>

Zde ovšem nastává problém. Jelikož je životnost akcií teoreticky neomezená, pak by se mělo jednat o součet všech peněžních toků od současnosti k nekonečnu. Je jasné, že investor nebude schopen tento součet peněžních toků na nekonečném časovém horizontu identifikovat, a proto se v praxi obvykle využívá určité omezené časové období za které lze ještě s relativně dobrou přesností budoucí peněžní toky společnosti předvídat.<sup>88</sup>

Pro stanovení hodnoty bývají využívány nejrůznější oceňovací modely, může se jednat například o:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely,
- modely na bázi cash flow,
- bilanční modely,
- modely založené na finanční analýze podniku apod.<sup>89</sup>

Pokud se jedná o dividendové diskontní modely, ziskové modely i modely na bázi cash flow, tak jejich konstrukce je z velké části shodná. Všechny modely pracují s diskontováním očekávaných hodnoty jednotlivých ukazatelů na současnou hodnotu, přičemž se vždy mění jen výchozí ukazatel, z kterých tento výpočet vychází. U dividendových modelů budou tímto ukazatelem logicky dividendy, u ziskových modelů dosahovaný zisk a u modelů na bázi cash flow se může jednat jak o provozní, tak o volné cash flow. Jiným případem jsou bilanční modely, které se opírají o údaje z rozvahy společnosti. Jedním z takovýchto modelů může být například model založený na účetní hodnotě akcie. Jejich výhodou je poměrně jednoduchá dostupnost dat, avšak v reálné investiční praxi jsou jen velmi obtížně použitelné, jelikož dlouhodobě ziskové společnosti se jen těžko budou kdy prodávat za hodnotu odpovídající jejich účetní

---

<sup>87</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 50.

<sup>88</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 51-52.

<sup>89</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 249

hodnotě. Poslední zmíněnou skupinou jsou modely založené na finanční analýze podniku. Finanční analýza je jednou z nejpoužívanějších metod fundamentální akciové analýzy. Tato forma analýzy poskytne investorům velmi dobrý přehled o hospodaření podniku, a tak lze na jejím základě také velmi dobře stavět metody oceňování dané společnosti, jelikož si investor bude schopen velmi dobře uvědomit příležitosti a nástrahy, které na firmu v následujícím období čekají. Je třeba však stále mít na paměti, že žádný z výše zmíněných modelů oceňování není bezchybný a úplně přesný. Každý v sobě obsahuje určité subjektivní prvky. Ať už tedy bude použit jakýkoliv postup stanovení vnitřní hodnoty akcie je třeba mít na paměti, že dosažené výsledky jsou vždy pouze přibližné a v tomto duchu je třeba s nimi dále pracovat.<sup>90</sup>

Dále by investoři také neměli při stanovování vnitřní hodnoty akcie opomíjet následující skutečnosti:

- kalkulace čisté současné hodnoty neposkytuje informace o výkonnosti a konkurenční pozici společnosti.
- jednorocní hodnoty jsou bezvýznamné a lehce manipulovatelné, proto je třeba posuzovat výkonnost podniku i hodnoty jednotlivých finančních ukazatelů v dlouhodobém kontextu.
- negativní cashflow nemusí být vždy špatná věc, pokud společnost výrazně investuje do svého budoucího rozvoje (nižší cash flow v současnosti ospravedlňuje naděje na vyšší volné cash flow v budoucnu).<sup>91</sup>

## 1.8 Cena akcie

Běžné akcie mohou být vystaveny poměrně velkým a opakujícím se výkyvům cen a investoři by měli být připraveni takovýchto výkyvů cen využít.<sup>92</sup>

Cena akcie se skládá ze dvou základních faktorů:

- racionální faktory,
- iracionální faktory.

---

<sup>90</sup> REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, str. 249–265

<sup>91</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 132.

<sup>92</sup> GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Intelligentní investor*, str. 173

Jak bylo výše zmíněno, racionální faktory jsou ty, které by investoři měli při úvahách o hodnotě akcie brát na zřetel. Cenu akcie ovšem ovlivňují také iracionální faktory, obvykle krátkodobé zprávy ovlivňující sentiment investorů na trhu. Tyto nelze nikdy přesně určit, avšak je zcela zřejmé, že existují a mají na investiční rozhodování lidí nemalý vliv.

Z výše uvedeného je jasné, že investor, ať sebezkušenější, nikdy nebude schopen přesně určit reálnou cenu akcie v budoucnosti. Víme však, že iracionální faktory cenu akcií ovlivňují a zároveň také to, že v dlouhodobém horizontu cena akcie bude inklinovat ke své skutečné hodnotě. Proto se investor může pokusit na základě určitých parametrů zjistit, zdali iracionální faktory neovlivnily cenu akcie do té míry, že se tato cena dostala pod skutečnou hodnotu dané akcie. Identifikace takovýchto akcií by měla v případě dostatečně dlouhého investičního horizontu umožnit investorům alokaci prostředků do takových akcií, u kterých lze důvodně předpokládat, že svojí výkonností překonají výkonnost akciového trhu jako celku.

## **1.9 Investiční rozhodnutí**

Z výše uvedených poznatků by se mohlo zdát, že nejlepší investiční strategií je časování trhu. A vlastně je možné říci, že všichni investoři, kteří se pouští do aktivního spravování vlastního portfolia se pouští do určité formy časování trhu. Oproti tomu, jak je časování trhu vnímáno je zde však jeden podstatný rozdíl. V obecné rovině ho lze definovat, jakožto hledání správného času k nákupu za pomoci subjektivních pocitů. V tomto případě je opravdu mizivá šance, že investor odhadne skutečný vývoj trhu a zainvestuje v tu nejlepší možnou chvíli. Naopak u investorů kteří aplikují hodnotovou strategii výběru akcií probíhá investiční rozhodnutí a „časování trhu“ pomocí srovnání vypočtené hodnoty akcie s reálnou tržní cenou. Samozřejmě i zde vstupují do hry určité subjektivní pocity investorů, avšak samotné investiční rozhodnutí je vždy podpořeno určitými fundamentálními základy, které vstupují do výpočtu hodnoty akcie.



## 1.10 Růstové investování, jakožto protiklad hodnotového investování

Jako protiklad hodnotového investování bývá často označováno investování růstové. To však není úplně pravda, protože jedním z možných faktorů určujících hodnotu akcie může být právě její budoucí růstový potenciál.<sup>93</sup>

Hodnotový investor však bude ochoten za určitý potenciál růstu nabídnout pouze racionálně opodstatnitelnou cenu. Růstoví investoři naopak často při honbě za akcií s nejvyšším růstem tržeb nebo zisku zcela přehlídí cenu, kterou za vyšší růstový potenciál dané akcie platí a to je pro hodnotové investory naprosto nepřijatelné.<sup>94</sup>

Dalším faktorem, který je nutno při praktikování růstové strategie zohlednit je také to, že budoucí růst společnosti není jasně daný. Zatímco hodnotoví investoři pracují převážně s historickými daty z výročních zpráv případně jiných účetních dokumentů společnosti, růstoví investoři jsou nuceni pracovat s predikcemi budoucího růstu společnosti. Aby bylo možno přesně určit hodnotu dané akcie, museli by tyto predikce být velmi přesné, protože byť i relativně malá odchylka může poměrně výrazně ovlivnit kalkulovanou současnou hodnotu akcie. Samozřejmě ani kalkulace hodnoty firmy na základě historické finanční výkonnosti není zárukou výkonnosti budoucí. Tato kalkulace ale přinejmenším pracuje s daty která jsou odrazem minulé reálné výkonnosti dané akcie. Naopak u predikcí je pracováno pouze s určitými předpoklady a je otázkou do jaké míry budou tyto předpoklady reálně naplněny.<sup>95</sup>

## 1.11 Riziko a jeho vnímání

Pokud investoři přesně nechápu co dělají, pak může být jejich cesta k dosažení finančních cílů až příliš pomalá nebo na své cestě budou přijímat až příliš velké riziko. Jedno z pravidel úspěšného investora by tedy mělo znít: *“Chápej to, co děláš a investuj s jistotou, že neztratíš své peníze.”*<sup>96</sup>

Každá investice v sobě nese určitou míru rizika, dokonce i dlouhodobě držené blue-chip akcie těch největších společností na americkém kapitálovém trhu. Přestože tyto akcie mají

---

<sup>93</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 70

<sup>94</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 70–71

<sup>95</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybrat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 13.

<sup>96</sup> TOWN, Philip B. *Rule #1: The Simple Strategy for Successful Investing in Only 15 minutes a Week*, str. 12.

všechny předpoklady k tomu, aby byly bezpečnými investicemi. Ani u nich neexistuje záruka, že v budoucnu se nestanou malými skomírajícími společnostmi.<sup>97</sup> Navíc vnímání rizika je zcela subjektivní. Co někomu může přijít jako přijatelné riziko, může jiný vnímat jako nepředstavitelně riskantní.<sup>98</sup> Otázkou však stále zůstává jakým způsobem samotné riziko definovat.

Podle Capital Market Theory (CMT) by měli investoři chápat riziko jako volatilitu, jelikož ta by měla ukazovat nespolehlivost investice. Takovéto vnímání rizika je však poměrně kontroverzní. Nejen že finanční turbulence jsou nedílnou součástí tržního prostředí, ale dále tato teorie nebere v potaz ani kvalitu nakupovaného aktiva a zabývá se pouze jeho cenou.<sup>99</sup> Vývoj ceny však říká jen pramálo a vnitřní hodnotě podniku.<sup>100</sup>

Jako další argument proti volatilitě lze uvést také private equity investory. Společnosti, které tito investoři nakupují nejsou veřejně obchodovatelné, což znamená mimo jiné, že neznají minutu po minutě vývoj jejich tržní ceny. Znamená to snad, že tito investoři tedy netuší, jaké riziko jejich investice skýtá? Jistě ne! Pokud tedy private equity investoři nehodnotí rizikovost společností podle volatility jejich cen, proč by u veřejně obchodovaných společností měla být volatilita vhodným nástrojem pro hodnocení rizika? Na základě výše uvedených skutečností lze usoudit, že volatilita jako ukazatel rizika není velmi vhodná. Přesto by však investoři měli volatilitu a obecně vývoj cen na trzích velmi pečlivě sledovat. Protože volatilita na trzích vytváří skvělé investiční příležitosti k nákupu podhodnocených akcií do portfolia.<sup>101</sup>

Další alternativou, jak lze vnímat riziko je nastínění pravděpodobnosti vývoje nejhoršího možného scénáře. V případě akcií bude tímto nejhorším scénářem většinou úpadek společnosti, který investorovi způsobí trvalou ztrátu jím vloženého kapitálu. Avšak ztrátu kapitálu si mohou investoři také přivodit sami a to tím, že nevydrží psychický tlak, který je na ně kladen v době poklesu akciových trhů, a bezmyšlenkovitě prodají své akcie

---

<sup>97</sup> LYNCH, Peter a John ROTHCHILD. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*, str. 80.

<sup>98</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 85.

<sup>99</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 85.

<sup>100</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 28

<sup>101</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 30

se ztrátou.<sup>102</sup> Proto při investování nikdy není možné se riziku vyhnout úplně. Míra rizika, kterou investor podstupuje závisí především na těchto faktorech:

- spolehlivosti odhadu vnitřní hodnoty akcie,
- rozdílu mezi hodnotou a tržní cenou,
- délkou investičního horizontu.<sup>103</sup>

Úlohou hodnotového investora je snažit se takovéto trvalé ztrátě kapitálu předcházet tím, že se bude neustále snažit o nastavení optimálního poměru výnosu a rizika v portfoliu.<sup>104</sup>

## 1.12 Diverzifikace

K tomu, aby investoři dosáhli zamýšlených investičních cílů, jim při dlouhodobém investování dopomůže zejména síla složeného úročení. Avšak pro to, aby mohlo složené úročení schopno vyjevit svou pravou sílu, musí investiční portfolio přečkat mnohé krachy a krize, které při dlouhodobém investování nepochybně přijdou. A právě k tomu by měla sloužit diverzifikace portfolia.<sup>105</sup>

Diverzifikací rozumíme proces rozložení rizika tak, že v rámci portfolia budou zastoupeny různé druhy aktiv. Riziko je však možné rozložit také v rámci různých druhů stejných aktiv. Například nakoupíme-li několik různých akcií a každou z jiného odvětví. Tím lze snížit exponovanost portfolia vůči jedinečnému podnikatelskému riziku jednotlivých akcií (regulatorní rizika, riziko konkurence, riziko ztráty významného dodavatele či odběratele, produktové potíže, špatná rozhodnutí managementu a další.).<sup>106</sup>

Cílem diverzifikace je maximálně zmírnit dopady na investora v případě, že při investičním rozhodování udělá chybu.<sup>107</sup> Jaké množství akcií by investoři měli vlastnit pro to, aby dostatečně diverzifikovali s nimi spojené podnikatelské riziko? Pro nastavení optimální úrovně diverzifikace je nutné zohlednit:

- nastavení samotného investičního procesu,
- časové možnosti investora,
- transakční náklady,

---

<sup>102</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 89–90

<sup>103</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 92

<sup>104</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 43

<sup>105</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 125

<sup>106</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 234–235

<sup>107</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 23–25

- daňové náklady.<sup>108</sup>

V zásadě rozlišujeme dva základní přístupy k diverzifikaci portfolia:

- vysoce diverzifikované portfolio,
- vysoce koncentrované portfolio.

Vysoce diverzifikované portfolio se skládá z vyšších desítek nebo stovek akcií. Výhodou takového přístupu je zcela jistě to, že jednotlivé společnosti nemají v portfoliu tak vysoký podíl a tím pádem ani jejich úpadek výrazně nepohne s hodnotou portfolia jakožto celku. Obrovská nevýhoda takového přístupu spočívá v tom, že investoři nemohou při takto široké diverzifikaci očekávat nadprůměrné investiční výsledky. Výkonnost široce diverzifikovaného portfolia bude téměř shodná s výkonností celého trhu.<sup>109</sup>

Většina value investorů preferuje spíše koncentrované portfolio, a naopak se shodují na tom, že je třeba se vyhnout přílišné diverzifikaci v portfoliu. Hodnotové investování vyžaduje od investorů poměrně detailní znalost nakupovaných akcií. Tuto znalost však nelze získat, pokud se v portfoliu nachází stovky akcií. Právě díky časovým možnostem, které retailoví investoři mají.<sup>110</sup> Naopak investor by měl vlastnit pouze takové množství akcií, u nichž důvodně předpokládá, že by mu v budoucnu mohly přinést nadprůměrné výnosy a zároveň tyto akcie splňují všechna jeho investiční kritéria. Nemá smysl nakupovat špatné akcie jenom z důvodu vyšší diverzifikace portfolia, protože takovéto jednání naopak může rizikovost portfolia zvýšit a vést k mnohem vyššímu riziku trvalé ztráty kapitálu.<sup>111</sup> Chce-li investor snížit rizikovost koncentrovaného portfolia, může tak učinit i bez přidání dodatečných akcií například tím, že zintenzivní analýzu jednotlivých společností.<sup>112</sup> Samozřejmě i vysoce koncentrované portfolio má své stinné stránky. Vyšší koncentrace akcií v portfoliu sice zvyšuje šance na nadprůměrný výnos, avšak může také vést k vyšší volatilitě portfolia a zároveň každá chyba, kterou investor

---

<sup>108</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 237–238

<sup>109</sup> GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*, str. 128

<sup>110</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 248

<sup>111</sup> LYNCH, Peter a John ROTHCHILD. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*, str. 239.

<sup>112</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 249

při stanovení hodnoty společnosti udělá může mít mnohem horší důsledky než v případě vysoce diverzifikovaného portfolia.<sup>113</sup>

### **1.13 Investiční strategie vybraných value investorů**

Z historie známe investory, kteří naprosto dominovali akciovým trhům a svými vynikajícími investičními výsledky zcela zastínili ostatní účastníky trhu. Právě takovými lidmi a jejich myšlenkami by se měli retailoví investoři při výběru akcií inspirovat, protože již v praxi prokázali, že jejich investiční přístup je funkční. Funkčnost jejich investičních strategií dokazuje například výzkum autora Yangxiu Ye, v rámci něž byly zkoumány investiční strategie tří významných value investorů (Benjamina Grahama, Petera Lynche a Joela Greenblata). Následně byly podle kritérií, které jednotliví investoři preferovali, vybrány v rámci Šanghajské burzy cenných papírů akcie z nichž byla vytvořena modelová portfolia. Jejich výkonnost byla srovnávána s výkonností příslušného akciového indexu a autor došel ke zjištění, že výnosy většiny takto sestavených portfolií byly výrazně vyšší než výnos příslušného akciového indexu. S rostoucím časovým horizontem se navíc rozdíly mezi výkonností portfolií a indexů zvětšovaly.<sup>114</sup>

Z tohoto důvodu bude vybraným hodnotovým investorům a jejich investičním strategiím věnována následující část práce. Jejím účelem bude nejen objevit kritéria a podmínky, které tito investoři považovali při výběru akcií za důležité, ale také přiblížit jejich způsob myšlení. Je totiž zajímavé, že přestože všichni vycházeli při svých úvahách ze stejné hodnotové filozofie tak strategie každého z nich je naprosto odlišná.

#### **1.13.1 Benjamin Graham**

Benjamin Graham byl průkopníkem investování na základě vnitřní hodnoty akcií a po právu je považován za nejvlivnějšího investičního filozofa minulého století. Nejednalo se však o zjednodušený a zkreslený hodnotový přístup který bývá v současnosti investiční veřejnosti předkládán, kdy se na základě hodnoty jednoho ukazatele například P/E nebo P/B určuje vlastní hodnota akcie. Grahamovo hodnotové

---

<sup>113</sup> ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*, str. 237

<sup>114</sup> YE, Yangxiu. Application of the Stock Selection Criteria of Three Value Investors, Benjamin Graham, Peter Lynch, and Joel Greenblatt: A Case of Shanghai Stock Exchange from 2006 to 2011

investování bylo mnohem sofistikovanější a zahrnovalo celou škálu kritérií a postupů, které měly vést ke zjištění vlastní hodnoty akcií. Již sám Graham si totiž uvědomoval, že pokud by existovala jednoduchá jednokritériální metoda, jakou určit to, zdali je akcie podhodnocená, pak by tuto metodu během krátké chvíle začali využívat všichni a dosažení nadprůměrných výnosů by tak bylo nereálné.<sup>115</sup>

O Grahamových schopnostech a funkčnosti jeho teorie svědčí to, že jeho investiční firma byla v průběhu let schopna relativně konzistentně generovat výnosy převyšující dvacet procent ročně, což je výsledek výrazně lepší, než je výkonnost akciového trhu jako celku.<sup>116</sup> Grahamova investiční filozofie byla postavena na několika zdánlivě jednoduchých, avšak funkčních principech, jejichž dodržení považoval za stěžejní, pokud chtějí retailoví investoři dosáhnout dlouhodobých investičních úspěchů. Mezi tyto principy lze zařadit:

- koncept vnitřní hodnoty akcií,
- koncept bezpečnostního polštáře, jakožto základní ochrany před rizikem,
- nahlížení na akcie jako na vlastnický podíl ve firmě,
- fluktuace trhu jsou přítelem a nikoli nepřítelem investora.<sup>117</sup>

Většina z těchto konceptů již byla v rámci teoretické části práce popsána, a tak v této části již znovu rozebírány nebudou. Avšak jeden z konceptů konkrétně princip bezpečnostního polštáře je novinkou a právě aplikaci tohoto principu považoval za jedno z nejdůležitějších tajemství správného a racionálního investování. Právě proto trval na tom, že každá akcie v jeho portfoliu musí mít při nákupu dostatečně velký bezpečnostní polštář, který ho bude chránit před ztrátou kapitálu. Graham určoval dostatečný bezpečnostní polštář podle součtu majetku společnosti a jejího ziskového potenciálu (earnings power). Celý koncept bezpečnostního polštáře je v podstatě založen na tom, že Graham vyhledává takové akcie, které jsou svou cenou velmi blízké účetní

---

<sup>115</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 68–69

<sup>116</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 69

<sup>117</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 73,74 a 79

hodnotě majetku společnosti. Tím pádem je u těchto akcií pouze nízká šance na to, že by nadále svou hodnotu tratile.<sup>118</sup>

Graham však chápal, že určení hodnoty akcie a nalezení takových akcií, které budou mít dostatečný bezpečnostní polštář není jednoduché a je potřebné provádět důkladnou analýzu akciových titulů. Retailoví investoři však mají oproti institucionálním poměrně omezené časové možnosti a proto musí pečlivě zvažovat kterou z akcií podrobí hloubkové analýze. Proto v knize *Inteligentní investor* definoval určitá kritéria, která by měli investoři bezpodmínečně respektovat:

1. Investor by si měl stanovit limitní cenu, za kterou bude ochoten akcii nakoupit, a to na základě zisků společnosti a tento limit by měl být dle Grahama maximálně na úrovni 25násobku zisků na akcii.
2. Akciová složka v portfoliu by měla být dostatečně diverzifikovaná minimálně 10, maximálně však 30 společností.
3. Mělo by se jednat o velké, prominentní a konzervativně financované společnosti (akciový kapitál se podílí na financování společnosti minimálně z 30 až 50 procent).
4. Společnosti by měli mít dlouhodobou historii vyplácení dividend, přičemž poukazuje na to, že v roce 1971 všechny společnosti z indexu Dow Jones industrial average tuto podmínku splňovaly.<sup>119</sup>

### **1.13.2 Daniel Gladiš**

Z českých investorů na Grahamem navrhovaná kritéria navázal Daniel Gladiš, který je částečně rozšířil a inovoval, tak aby byla použitelná i v současném tržním prostředí. Jeho kritéria pro screening akcií jsou následující:

1. cena k zisku na akcii, tedy poměr P/E musí být nižší než 15,
2. cena k účetní hodnotě na akcii, tedy poměr P/B nesmí být vyšší než 1,5násobek,
3. alespoň desetiletá nepřetržitá historie vyplácení dividend,
4. společnost by měla být dostatečně likvidní a její current ratio by mělo být vyšší než 2,

---

<sup>118</sup> GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*, str.433–437

<sup>119</sup> GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*, str.112–113

5. společnost by měla dosahovat stabilních a rostoucích zisků,
6. společnost by měla mít určitou minimální velikost a doporučuje firmy s minimální tržní kapitalizací 500 milionů dolarů.<sup>120</sup>

Již sám Gladiš ale poukazuje na to, že využití ukazatele P/E má v současné době řadu odpůrců. Zejména z důvodu, že tento ukazatel nepostihuje skutečný tok hotovosti směrem k akcionářům společnosti a zároveň je poměrně jednoduše ovlivnitelný pomocí jednorázových položek.<sup>121</sup> Určitou nekonzistenci lze spatřovat také v tom, že při screeningu Gladiš doporučuje využívat ukazatel P/E, přičemž samotnou valuaci akcie pak provádí za pomoci vzorce diskontovaného volného cash flow.

### 1.13.3 Warren Buffett

Třetím, jehož kritéria pro výběr investic budou popsána je Warren Buffett. Ten byl jedním z Grahamových žáků v době, kdy Graham učil na Columbia University a v jeho firmě také začínal svou investiční kariéru.<sup>122</sup> Je tedy zcela pochopitelné, že investiční strategie Warrena Buffetta se opírá právě o principy hodnotového investování tak jak je nadefinoval Benjamin Graham.

Buffett při výběru společností do vlastního investičního portfolia hledá takové společnosti, které mu jakožto akcionáři budou dlouhodobě přinášet zhodnocení jím vloženého kapitálu. K tomu, aby takového společnosti identifikoval využívá vlastní finanční ukazatel zvaný „owner earnings“. Ukazatel owner earnings představuje vykázané zisky společnosti, ke kterým se přičtou odpisy a další nepeněžní náklady, dále je zohledněna také změna pracovního kapitálu a průměrná roční hodnota kapitálových výdajů na údržbu dlouhodobého majetku potřebných k udržení konkurenční pozice a objemu výroby. Výsledná podoba ukazatele owner earnings by mohla vypadat následujícím způsobem<sup>123</sup>:

$$OE = E + D + NCC \pm CWC - mCAPEX$$

---

<sup>120</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 79–86

<sup>121</sup> GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*, str. 81

<sup>122</sup> GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Intelligentní investor*, str. 11

<sup>123</sup> BUFFETT, Warren E. *Letter to shareholders of Berkshire Hathaway Inc.* [online].



kde:

*E* – čistý zisk

*D* – odpisy a amortizace

*NCC* – ostatní nepeněžní náklady

*CWC* – změny pracovního kapitálu

*mCAPEX* – kapitálové výdaje na udržení a zajištění příjmů

Využití poměrového ukazatele owner earnings má však v reálné investiční praxi několik poměrně zásadních úskalí. Ke stanovení jeho přesné hodnoty by byla potřeba poměrně dobrá znalost amerických účetních standardů, tak aby byl investor z účetních výkazů společnosti vždy schopen jednoznačně identifikovat položky, které do výpočtu owner earnings zahrnout, což v případě českých retailových investorů není reálný požadavek.

Proto by bylo nutné, aby jednotlivé screeningové aplikace, které jsou retailovým investorům volně dostupné měli hodnoty owner earnings a případně také poměrového ukazatele P/OE z nich vycházejícího již vypočítané. Tyto hodnoty však reálně téměř žádná screeningová aplikace nenabízí a z toho důvodu by bylo užití ukazatele P/OE pro retailového investora až příliš náročné.

Jako alternativa k popsanému ukazateli owner earnings se nabízí ukazatel volného cash flow (free cash flow)<sup>124</sup>:

$$FCF = E + D + NCC \pm CWC - CAPEX$$

kde:

*E* – čistý zisk

*D* – odpisy a amortizace

*CWC* – změny pracovního kapitálu

*CAPEX* – kapitálové výdaje

Oba ukazatele jsou si velmi blízké a mezi ukazateli lze pozorovat jeden hlavní rozdíl, který spočívá v tom, že zatímco owner earnings bere v potaz pouze kapitálové výdaje na udržení konkurenční pozice a zajištění příjmů a objemu výroby, free cash flow naopak počítá s celkovými kapitálovými výdaji, tedy i výdaji, které společnost použila k dalšímu růstu. První přístup je sice přesnější, ale na druhou stranu pokud sama společnost

---

<sup>124</sup> FCF Formula. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/fcf-formula-free-cash-flow/>.

nezveřejní, jak velké množství jejich kapitálových výdajů připadá na udržení a zajištění příjmů, pak je pro retailové investory téměř nemožné tuto hodnotu přesně stanovit. V tom případě lze konzervativnější přístup, kdy investoři odečtou celkovou hodnotu kapitálových výdajů, z pohledu investora považovat za přijatelnější.

#### 1.13.4 Peter Lynch

Poslední investiční strategií, která bude popsána, bude postup výběru akcií dle Petera Lynche. Peter Lynch je jedním z nejpozoruhodnějších portfolio manažerů druhé poloviny 20. století. Od roku 1977 do roku 1990 působil jako portfolio manažer fondu Fidelity Magellan, přičemž za tuto dobu dosáhl pozoruhodného průměrného ročního zhodnocení majetku fondu ve výši 29,2 %.<sup>125</sup>

Strategie Petera Lynche byla však v mnoha věcech výrazně odlišná od ostatních výše popsaných value investorů. Peter Lynch, přestože byl sám investičním profesionálem, věřil, že retailoví investoři mají mnohem vyšší šance porazit výkonností svých portfolií takzvané investiční profesionály. Jedním z argumentů, které Lynch uváděl bylo to, že obyčejní lidé mohou velmi často objevit atraktivní investiční příležitosti mnohem rychleji než právě specialisté z Wall street, a to tím způsobem, že se zaměří na své vlastní okolí a identifikují potenciální budoucí trendy nebo produkty neznámých značek, po kterých začíná být ve společnosti výrazná poptávka. Tento předpoklad je jedním z důležitých, na kterých následně vystavěl vlastní investiční strategii, která jeho fondu dopřála dlouhodobý výnos vysoce převyšující výkonnost akciového trhu jako celku.<sup>126</sup>

Peter Lynch se zaměřoval především na akcie relativně neznámých malých společností, u kterých viděl vysoký potenciál budoucího finančního růstu. Přesto však poukazuje na to, že v portfoliích retailových investorů mají společnosti s vysokou tržní kapitalizací místo, a to protože přinášejí do portfolia stabilitu. Pro rozlišení jednotlivých typů společností navrhuje Lynch systém rozřazení akcií do těchto kategorií:

- Slow growers,
  - Téměř nerostoucí nebo pomalu rostoucí společnosti,

---

<sup>125</sup> ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*, str. 24

<sup>126</sup> LYNCH, Peter a John ROTHCHILD. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the market*, str. 31–32.

- Lynch se takovýmito akciím vyhýbal,
- The stalwarts,
  - Akcie se středně vysokým růstem,
  - Jejich nákup může být výhodný, ale pouze za nízkou cenu,
- Fast growers,
  - Rychle rostoucí společnosti,
- The cyclicals,
  - Akcie výrazně závislé na tržních cyklech,
  - Jejich nákup je vhodný pouze za nízké ceny v době počátku nového cyklu,
- Turnarounds,
  - Akcie, u nichž sázíme na obrat trendu,
  - Prodávané za relativně nízké ceny,
  - Obvykle z neprosperujících odvětví,
- Asset plays,
  - Akcie prodávané za cenu blízkou hodnotě aktiv společnosti.<sup>127</sup>

Pro každou z těchto kategorií společností využíval Peter Lynch jiná kritéria hodnocení, jedním z nejdůležitějších bylo tzv. PEG ratio. Jedná se o klasický poměrový ukazatel P/E avšak dále podělený předpokládaným růstem zisků společnosti v následujících letech. Dlouhodobě stabilní společnosti na americkém trhu se obvykle obchodují za násobky P/E mezi 10 až 15, ovšem společnosti, které vykazují dlouhodobě vyšší růst tržeb a zisků než je průměr trhu jsou obvykle naceněny vyššími násobky P/E. Právě z tohoto důvodu zohlednění předpokládaného růstu v případě ukazatele PEG tak klíčové. Za základ pro provedení správného investičního rozhodnutí, však Lynch stále vnímá to, že je nutné chápat akcie jakožto podíl na podnikání společnosti, což znamená podrobně se seznámit s jejich business modelem a vyhledávat akcie, které jsou v dobré finanční kondici. Právě zde se investiční strategie Petera Lynche, jakožto investora zajímavějšího se převážně o akcie s vysokým růstem vrací k hodnotovému vnímání akcií.<sup>128</sup>

---

<sup>127</sup> LYNCH, Peter a John ROTHCHILD. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*, str. 110–127.

<sup>128</sup> LYNCH, Peter a John ROTHCHILD. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*, str. 199.

## 2 ANALYTICKÁ ČÁST PRÁCE

Úvod analytické části práce bude věnován screeningu akcii, jenž tvoří u retailových investorů poměrně důležitou část investičního procesu. Screeningu, respektive výběru vhodných ukazatelů pro screening akcii bude také věnována výzkumná část této diplomové práce. Poté budou následovat více prakticky zaměřené podkapitoly, kdy bude na příkladu vybrané akcie ukázáno, jakým způsobem by měli retailoví investoři přistupovat k fundamentální analýze s cílem určit vnitřní hodnotu dané akcie.

### 2.1 Výběr vhodných ukazatelů pro screening akcii

Každý investor praktikuje při výběru akcii do investičního portfolia svůj vlastní individualizovaný přístup. Někteří hledají hluboce podhodnocené akcie, které jsou oceněny na úrovni účetní hodnoty hmotného majetku dané společnosti a jiní investoři naopak vyhledávají takové společnosti u nichž lze důvodně předpokládat, že budou z dlouhodobého hlediska dále prosperovat. Z tohoto důvodu ani výběr jednotlivých kritérií pro screening akcii není jednoduchý. Neexistuje totiž takový soubor kritérií, který by zohledňoval všechny možné investiční přístupy a zároveň byl dostatečně přísný, aby vyfiltroval opravdu jen ty společnosti, u nichž je pravděpodobnost milného ocenění trhem vysoká.

Dále je třeba nezapomínat na to, že tržní prostředí je velmi nestálé a v průběhu času se mění. Právě díky tomu je nutné v čase jednotlivá kritéria revidovat a případně se je snažit přizpůsobit tak, aby fungovaly v aktuálních tržních podmínkách a byly opět reálně využitelné v investiční praxi. Co bylo funkční dříve v současnosti již funkční být nemusí. Krásným příkladem takovéto změny v rámci investičního prostředí může být využívání poměrového ukazatele Price/Earnings (zkráceně P/E).

V rámci teoretické části práce byly popsány investiční strategie vybraných investorů, kteří se v různých obměnách zabývají hodnotovým investováním. Všimněte si, že všichni zmínění investoři v rámci své investiční strategie ukazatel P/E případně některou z jeho variant při investičním rozhodování využívali.

V současné době již tento ukazatel velmi spolehlivý není a jeho schopnost odhalit akcie, které v budoucnosti dosáhnou nadvýnosu je povážlivě nízká. To dokazuje například výzkum Febrii Nalurity, který se snažil ověřit, jaký vliv na budoucí výkonnost akcii má

hodnota poměrového ukazatele P/E. Přestože v minulosti byl tento ukazatel velmi využíván a poměrně přesný indikátor toho, zdali je vybraná akcie podhodnocená, výzkum došel k závěru, že samotná hodnota ukazatele P/E v současnosti nemá výrazný vliv na budoucí výkonnost akcií.<sup>129</sup>

Je tomu tak pravděpodobně z toho důvodu, že firmy se postupem času adaptovaly a všimly si, že investoři ukazatel P/E většinou využívají. Ve snaze přilákat zájem investorů z celého světa tak provádějí nejrůznější účetní operace s cílem ovlivnit hodnoty vybraných ukazatelů a tím zlepšit obraz společnosti v očích investorů.

Jako potenciální náhrada za ukazatel P/E se jeví velmi podobný poměrový ukazatel P/FCF. Jelikož tento ukazatel využívá skutečných peněžních toků v rámci daného časového období a zároveň není ještě mezi investorskou veřejností tak rozšířený, mohl by mít při odhalování podhodnocených akcií vyšší přesnost.

### 2.1.1 Ověření zdali je ukazatel P/FCF vhodný pro screening akcií

Podstatou této části práce by mělo být nalezení odpovědi na otázku ohledně vztahu ukazatele P/FCF a následné výkonnosti dané akcie. K tomu však je zapotřebí nejprve identifikovat v rámci zvoleného časového intervalu, kdy akcie z indexu Dow Jones Industrial Average dosáhly svého minima a maxima P/FCF a jakých hodnot v tomto čase ukazatel nabýval.

**Tabulka 3: Hodnoty maxima a minima ukazatele P/FCF u akcií z indexu DJIA v období let 2009 až 2018<sup>130</sup>**

Ticker akcie	Minimum P/FCF	Maximum P/FCF	Datum dosažení minima	Datum dosažení maxima
MMM	9.43	28.79	31.03.2010	31.03.2018
AXP	4.4	39.72	30.09.2012	30.06.2014
AMGN	7.15	15.38	30.06.2010	30.09.2013
AAPL	7.44	17.03	30.06.2013	30.09.2018
BA	6.76	49.16	31.12.2009	30.09.2011
CAT	4.9	44.93	31.12.2009	30.09.2012
CSCO	6.21	15.3	31.07.2012	30.04.2018

<sup>129</sup> NALURITA, Febria. The effect of profitability od stock return.

<sup>130</sup> Vlastní zpracování dle dat z [macrotrends.net](http://macrotrends.net)

<b>KO</b>	<b>11.58</b>	<b>34.41</b>	30.06.2010	30.06.2018
<b>HD</b>	<b>6.95</b>	<b>21.28</b>	31.10.2009	31.01.2018
<b>HON</b>	<b>5.97</b>	<b>21.19</b>	30.06.2010	31.12.2017
<b>IBM</b>	<b>6.31</b>	<b>10.88</b>	31.03.2010	31.03.2014
<b>INTC</b>	<b>7.15</b>	<b>19.57</b>	30.06.2010	31.12.2017
<b>JNJ</b>	<b>7.47</b>	<b>17.87</b>	30.06.2010	30.06.2017
<b>MCD</b>	<b>12.77</b>	<b>33.05</b>	31.03.2010	30.09.2017
<b>MRK</b>	<b>6.7</b>	<b>36.14</b>	30.09.2011	30.09.2017
<b>MSFT</b>	<b>6.73</b>	<b>26.87</b>	31.12.2011	30.09.2018
<b>NKE</b>	<b>10.95</b>	<b>47.79</b>	31.05.2010	29.02.2016
<b>PG</b>	<b>7.68</b>	<b>21.78</b>	31.12.2009	30.09.2017
<b>CRM</b>	<b>30.22</b>	<b>62.76</b>	31.07.2012	31.01.2014
<b>TRV</b>	<b>5.01</b>	<b>9.89</b>	31.12.2009	31.03.2015
<b>UNH</b>	<b>5.37</b>	<b>28.7</b>	30.06.2010	30.09.2018
<b>WBA</b>	<b>7.28</b>	<b>20.69</b>	31.08.2010	31.05.2014
<b>WMT</b>	<b>8.72</b>	<b>20.8</b>	31.10.2016	31.10.2013
<b>DIS</b>	<b>12.56</b>	<b>27.71</b>	31.12.2009	30.06.2015

Hodnoty minima a maxima byly analyzovány za pomoci popisné statistiky. To má hned několik důvodů. Jednak je zapotřebí zjistit, zdali se od sebe hodnoty P/FCF v minimu a maximu dostatečně liší tak aby jejich rozdíl vůbec mohl mít na výkonnost akcií nějaký relevantní vliv a dále v případě, že se od sebe budou dostatečně lišit, chceme zjistit určité hranice, kdy by bylo případně možné považovat akcii za relativně drahou oproti zbytku akciového trhu. Tyto hranice by mohly později sloužit také jako referenční body, díky kterému bude možné rozpoznat takové akcie, kterým se mají investoři raději vyhybat.

**Tabulka 4: Popisná statistika hodnot minima P/FCF (vlevo) a hodnot maxima P/FCF (vpravo)<sup>131</sup>**

Stř. hodnota	8.57125	Stř. hodnota	27.98708333
Chyba stř. hodnoty	1.05185883	Chyba stř. hodnoty	2.718060402
Medián	7.15	Medián	24.325
Směr. Odchylka	5.153034828	Směr. odchylka	13.31572215
Rozptyl výběru	26.55376793	Rozptyl výběru	177.3084563
Špičatost	14.28187068	Špičatost	0.534378028
Šikmost	3.483036056	Šikmost	0.947758895
Rozdíl max-min	25.82	Rozdíl max-min	52.87
Minimum	4.4	Minimum	9.89
Maximum	30.22	Maximum	62.76
Součet	205.71	Součet	671.69
Počet	24	Počet	24

Ze zjištěných hodnot lze jednoznačně říci, že hodnoty ukazatele P/FCF v minimu a maximu jsou výrazně odlišné. Tedy námitka, že by snad hodnoty byly příliš podobné a proto posléze provedené statistické testy nebyly relevantní je tímto vyvrácena.

### Výpočty CAGR

Dále je nutné spočítat výkonnost jednotlivých akcií za vybrané časové období. K tomu bude použit následující vzorec pro výpočet compound average growth rate (CAGR)<sup>132</sup>:

$$CAGR = \left( \frac{FYA}{SYA} \right)^{\frac{1}{FY-SY}} - 1$$

Nejprve bude u všech akcií proveden výpočet CAGR za celé devítileté období od roku 2009 do roku 2018. Tyto hodnoty budou dále sloužit jako benchmark pro srovnávání výkonnosti. Následně bude vypočítán ukazatel CAGR zobrazující výkonnost jednotlivých akcií v tříletém intervalu následujícím po dosažení minima a maxima P/FCF.

<sup>131</sup> Vlastní zpracování

<sup>132</sup> Hurdel: *The book on business planning* [online], str. 12.2. Dostupné z: <https://books.google.cz/books?id=CvVbgVz7UGEC&pg>.

**Tabulka 5: Vypočtené hodnoty CAGR<sup>133</sup>**

<b>Ticker akcie</b>	<b>9letá CAGR</b>	<b>3letá CAGR po minimu</b>	<b>3letá CAGR po maximu</b>
<b>MMM</b>	12.51 %	11.18 %	-1.05 %
<b>AXP</b>	11.62 %	10.59 %	-2.37 %
<b>AMGN</b>	16.89 %	24.94 %	16.63 %
<b>AAPL</b>	21.88 %	21.53 %	37.30 %
<b>BA</b>	24.98 %	14.43 %	31.08 %
<b>CAT</b>	12.35 %	19.05 %	-6.17 %
<b>CSCO</b>	10.72 %	24.93 %	7.98 %
<b>KO</b>	9.11 %	20.32 %	10.77 %
<b>HD</b>	27.11 %	38.60 %	13.17 %
<b>HON</b>	17.64 %	30.20 %	14.92 %
<b>IBM</b>	1.19 %	20.57 %	-0.14 %
<b>INTC</b>	13.21 %	11.38 %	5.13 %
<b>JNJ</b>	11.36 %	17.33 %	4.57 %
<b>MCD</b>	15.78 %	17.91 %	14.68 %
<b>MRK</b>	12.49 %	26.58 %	12.29 %
<b>MSFT</b>	17.20 %	24.89 %	36.57 %
<b>NKE</b>	20.16 %	21.34 %	13.01 %
<b>PG</b>	8.13 %	7.18 %	18.64 %
<b>CRM</b>	28.68 %	33.09 %	9.33 %
<b>TRV</b>	12.97 %	16.11 %	11.20 %
<b>UNH</b>	28.17 %	34.00 %	15.45 %
<b>WBA</b>	11.38 %	24.42 %	5.95 %
<b>WMT</b>	10.89 %	21.61 %	-0.41 %
<b>DIS</b>	16.18 %	17.25 %	-1.42 %

<sup>133</sup> Vlastní zpracování dle dat z macrotrends.net



Všechny tři vypočítané soubory hodnot CAGR byly následně také podrobeny analýze za pomoci deskriptivní statistiky.

**Tabulka 6: Popisná statistika hodnot 9leté CAGR (vlevo), 3leté CAGR po minimu (střed) a 3leté CAGR po maximu (vpravo)<sup>134</sup>**

Stř. hodnota	15.52508794	Stř. hodnota	21.22699232	Stř. hodnota	11.12987845
Chyba stř. hodnoty	1.388370479	Chyba stř. hodnoty	1.589588992	Chyba stř. hodnoty	2.345950797
Medián	13.09018063	Medián	20.95240521	Medián	10.98664327
Směr. odchylka	6.801598495	Směr. odchylka	7.787363862	Směr. odchylka	11.49276483
Rozptyl výběru	46.26174208	Rozptyl výběru	60.64303591	Rozptyl výběru	132.0836434
Špičatost	0.065421027	Špičatost	-0.05282039	Špičatost	0.637482537
Šikmost	0.441662359	Šikmost	0.351641447	Šikmost	0.876272159
Rozdíl max-min	27.48310847	Rozdíl max-min	31.42118143	Rozdíl max-min	43.46481444
Minimum	1.193561326	Minimum	7.183425425	Minimum	-6.166213993
Maximum	28.6766698	Maximum	38.60460686	Maximum	37.29860045
Součet	372.6021105	Součet	509.4478158	Součet	267.1170827
Počet	24	Počet	24	Počet	24

Již z těchto naměřených hodnot lze pozorovat poměrně významné rozdíly ve výkonnostech. Tříletá výkonnost po dosažení minima P/FCF vykazovala mediánovou hodnotu CAGR na úrovni 20,95 %, což významně převyšuje benchmark v podobě dlouhodobější devítileté CAGR, kde byl naměřen medián na úrovni 13,09 %. Naopak tříletá výkonnost po dosažení maxima ukazatele P/FCF byla podprůměrná a vykazuje mediánovou hodnotu pouhých 10,98 %, což nestačí ani na překonání stanoveného benchmarku.

Zároveň lze říci, že jak 9letá CAGR tak 3letá CAGR po dosažení minima vykazovaly mnohem stabilnější hodnoty výkonnosti. Naopak výkonnost po dosažení maxima výrazně kolísala, což lze potvrdit mimo jiné tím, že vykazuje nejvyšší rozdíl minimální a maximální hodnoty výkonnosti a to celých 43.46 %.

<sup>134</sup> Vlastní zpracování dle dat z [macrotrends.net](http://macrotrends.net)

Dalším markantním rozdílem je také to, že první dva jmenované soubory hodnot za měřené období nevykazují ani jednu zápornou hodnotu, tedy pokud by si investor v zamýšleném čase koupil kteroukoliv z vybraných akcií ve všech případech by vydělal. Naopak u hodnot po dosažení maxima tomu tak není a z 24 analyzovaných společností vykazuje 6 z nich v následujících třech letech po dosažení maxima P/FCF negativní výkonnost, tedy investor by na jejich nákupu v tomto období prodělal.

### Test normality

Aby byly poznatky z předchozí části také potvrzeny, bude provedeno testování všech tří souborů hodnot na normalitu. To je prvním krokem k tomu, aby mohlo být přistoupeno k testování za pomoci statistických testů. Pro potvrzení normality dat byl ve všech třech případech použit stejný Shapiro-Wilkův test.

**Tabulka 7: Ověření normality dat u hodnot CAGR<sup>135</sup>**

Proměnná	Metoda ověření normality	W	p-hodnota	$\alpha$	Normalita dat
9letá CAGR	Shapiro-Wilkův test	0.93406	0.1201	0.05	ANO
3letá CAGR po minimu	Shapiro-Wilkův test	0.9777	0.8499	0.05	ANO
3letá CAGR po maximu	Shapiro-Wilkův test	0.91578	0.04716	0.05	NE

Z testování normality vyplynulo, že u hodnot 9leté CAGR a hodnot 3leté CAGR po dosažení minima byla normalita potvrzena, vypočtená p-hodnota tedy převyšovala zvolenou hladinu významnosti  $\alpha$ , u 3leté CAGR normalita těsně potvrzena nebyla. To znamená, že pro testy, kde budou tyto hodnoty figurovat nemůže být použito parametrických testů, ale budou muset být použity méně přesné neparametrické alternativy.

### Testování pomocí statistických testů

Pro testování hodnot, které splňují podmínky normality dat byl zvolen t-test pro párové hodnoty. Cílem tohoto testu je prokázat, zdali se od sebe hodnoty 9leté CAGR a 3leté CAGR po dosažení minima P/FCF statisticky významně liší. Nulová a alternativní hypotéza bude formulována následujícím způsobem:

---

<sup>135</sup> Vlastní zpracování

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

**Tabulka 8: Výsledky t-testu pro párové hodnoty<sup>136</sup>**

Proměnná 1	Proměnná 2	Typ statistického testu	t	p-hodnota	$\alpha$	Přijatá hypotéza
9letá CAGR	3letá CAGR po maximu	t-test pro párové hodnoty	-4.0578	0.0004873	0.05	$H_1$

Výsledkem párového t-testu je p-hodnota 0,0004873, která nedosahuje hladiny významnosti  $\alpha$ . Bude tedy přijata alternativní hypotéza  $H_1$ , že střední hodnoty porovnávaných proměnných si nejsou rovny.

U dalších dvou testovaných párů výkonnosti akcií, je nutné použít neparametrické testy. Za tímto účelem byl zvolen Wilcoxonův test pro párové hodnoty.

Pro testování budou tedy definovány následující hypotézy:

$$H_0: x_{0,5} = y_{0,5}$$

$$H_1: x_{0,5} \neq y_{0,5}$$

**Tabulka 9: Výsledky Wilcoxonova testu pro párové hodnoty<sup>137</sup>**

Proměnná 1	Proměnná 2	Typ statistického testu	V	p-hodnota	$\alpha$	Přijatá hypotéza
9letá CAGR	3letá CAGR po maximu	Wilcoxonův test pro párové hodnoty	227	0.02693	0.05	$H_1$
3letá CAGR po minimu	3letá CAGR po maximu	Wilcoxonův test pro párové hodnoty	256	0.00158	0.05	$H_1$

V obou testovaných případech opět vychází p-hodnota nižší než zvolená hladina významnosti  $\alpha$ . Proto v obou případech zamítáme nulovou a přijmeme alternativní hypotézu  $H_1$ .

<sup>136</sup> Vlastní zpracování

<sup>137</sup> Vlastní zpracování

Výsledky provedených testů potvrzují, že mezi spočítanými hodnotami CAGR existuje statisticky významný rozdíl. Na základě tohoto zjištění lze konstatovat, že hodnota ukazatele P/FCF má vliv na budoucí výkonnost akcie.

### Korelace P/FCF a 3leté CAGR

Přestože se již prokázalo, že hodnota ukazatele P/FCF může mít vliv na budoucí výkonnost dané akcie, není stále jasné do jaké míry tento vliv na akcie z indexu Dow Jones industrial average působí. Proto u každé jednotlivé analyzované akcie bude spočítána za období 2009-2018 korelace hodnot ukazatele P/FCF a hodnoty budoucí 3leté CAGR.

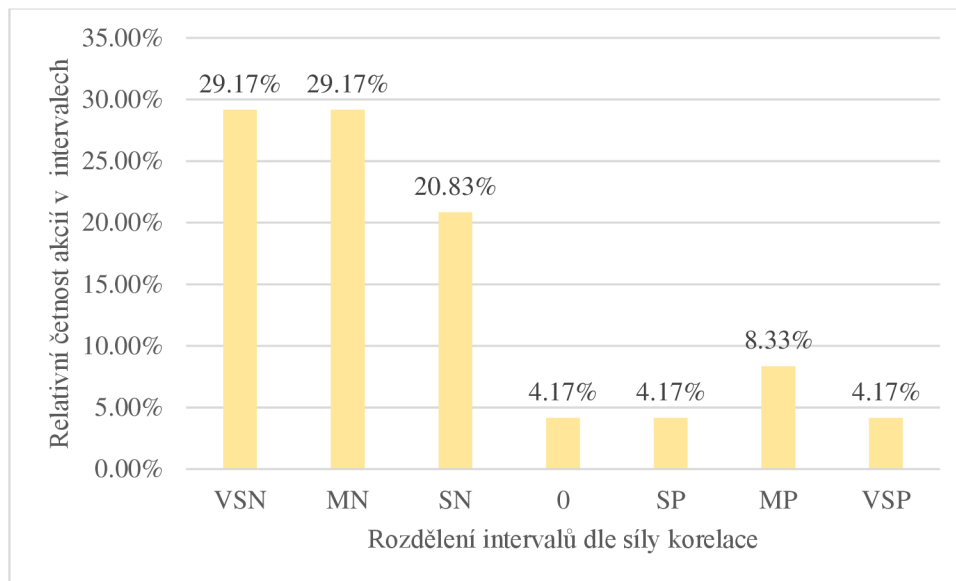
**Tabulka 10: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu pro akcie z indexu DJIA<sup>138</sup>**

Ticker akcie	Korelace P/FCF a 3leté CAGR	Ticker akcie	Korelace P/FCF a 3leté CAGR
MMM	-0.759154013	JNJ	-0.703806555
AXP	-0.488160203	MCD	-0.003745287
AMGN	-0.588903028	MRK	-0.39145266
AAPL	0.468075923	MSFT	0.684559726
BA	0.069662385	NKE	-0.178633227
CAT	-0.394661365	PG	0.45262604
CSCO	-0.508412602	CRM	-0.745392897
KO	-0.158443501	TRV	-0.148681961
HD	-0.843026209	UNH	-0.220597623
HON	-0.593071196	WBA	-0.219083675
IBM	-0.751003255	WMT	-0.780649494
INTC	-0.346269278	DIS	-0.620145432

Dle síly a typu korelace lze akcie rozdělit do následujících sedmi kategorií:

- Akcie s velmi silnou negativní korelací (VSN) - hodnoty v intervalu <-1; -0,6)
- Akcie se středně silnou negativní korelací (MN) - hodnoty v intervalu <-0,6; -0,3)
- Akcie se slabou negativní korelací (SN) - hodnoty v intervalu <-0,3; -0,05)
- Akcie s téměř nulovou korelací (0) - hodnoty v intervalu <-0,05; -0,05>
- Akcie se slabou pozitivní korelací (SP) - hodnoty v intervalu (0,05; 0,3>
- Akcie se středně silnou pozitivní korelací (MP) - hodnoty v intervalu (0,3; 0,6>
- Akcie se silnou pozitivní korelací (VSP) - hodnoty v intervalu (0,6; 1>

<sup>138</sup> Vlastní zpracování dle dat z macrotrends.net



**Graf 4: Relativní četnosti firem v intervalech dle míry korelace ukazatele P/FCF a 3leté CAGR<sup>139</sup>**

Z grafu je patrné, že výkonnost většiny analyzovaných akcií vykazovala negativní korelaci s ukazatelem P/FCF. Tedy čím nižší byla hodnota ukazatele P/FCF při nákupu akcie, tím lepší výkonnosti tyto akcie dosahovaly. Souhrnně byla negativní korelace zjištěna u 79 % analyzovaných akcií, přičemž 29 % jich vykazovalo velmi silnou korelaci, u dalších 29 % byla zjištěna středně silná míra korelace. Slabá míra negativní korelace byla zjištěna u 21 % analyzovaných společností a další 4 % vykazovalo hodnotu Pearsonova korelačního koeficientu blízkou nule, což by znamenalo, že tyto akcie hodnota ukazatele P/FCF nijak výrazně neovlivňovala. Zbýlých 16 % akcií vykazovalo pozitivní míru korelace ukazatele P/FCF a jejich 3leté výkonnosti.

### **Regresní analýza P/FCF a 3leté CAGR**

Je-li cílem tohoto zkoumání odhalit a konkrétně kvantifikovat vliv ukazatele P/FCF na jednotlivé tituly z indexu Dow Jones industrial average musí být provedena také regresní analýza. Aby mělo využití lineární regresní analýzy smysl a bylo možné z jejích výsledků vyvozovat konkrétní závěry je nutné, aby analyzovaná data splňovala následující dvě podmínky:

1. Akcie musí mít minimálně středně silnou míru korelace ukazatele P/FCF a následně 3leté CAGR,
2. p-hodnota u jednotlivých regresních koeficientů být vyšší než hladina významnosti  $\alpha=0,05$

<sup>139</sup> Vlastní zpracování

**Tabulka 11: Kritéria relevance lineární regrese u firem z indexu DJIA<sup>140</sup>**

<b>Ticker akcie</b>	<b>Korelační koef.</b>	<b>P-hodnota 1</b>	<b>P-hodnota 2</b>	<b>Lineární regrese má smysl</b>
MMM	-0.759154013	3.88443E-11	5.14604E-08	ANO
AXP	-0.488160203	5.0097E-09	0.001629446	ANO
AMGN	-0.588903028	9.67843E-08	0.000125912	ANO
AAPL	0.468075923	0.937375728	0.003483134	NE
BA	0.069662385	0.00762941	0.682030217	NE
CAT	-0.394661365	1.95953E-06	0.015637404	ANO
CSCO	-0.508412602	1.51097E-06	0.001314328	ANO
KO	-0.158443501	3.16698E-05	0.348948928	NE
HD	-0.843026209	2.16715E-19	5.88951E-11	ANO
HON	-0.593071196	2.80352E-11	0.00010961	ANO
IBM	-0.751003255	5.22185E-08	8.57844E-08	ANO
INTC	-0.346269278	2.96001E-06	0.035779828	ANO
JNJ	-0.703806555	1.19898E-12	1.17628E-06	ANO
MCD	-0.003745287	0.000451342	0.982448105	NE
MRK	-0.39145266	4.52868E-09	0.016580733	ANO
MSFT	0.684559726	0.074295597	2.97504E-06	NE
NKE	-0.178633227	2.22832E-06	0.290134356	NE
PG	0.45262604	0.737598717	0.004910401	NE
CRM	-0.745392897	3.23148E-14	1.20596E-07	ANO
TRV	-0.148681961	0.019613139	0.379807085	NE
UNH	-0.220597623	6.56211E-14	0.189513682	NE
WBA	-0.219083675	0.058924329	0.19264704	NE
WMT	-0.780649494	4.73481E-12	1.20826E-08	ANO
DIS	-0.620145432	1.10806E-07	4.2427E-05	ANO

Pro akcie splňující obě zadané podmínky byly stanoveny následující hodnoty spolehlivosti regresního modelu a také jednotlivé regresní koeficienty.

**Tabulka 12: Výsledky regresní analýzy u vybraných firem z indexu DJIA<sup>141</sup>**

Ticker akcie	Hodnota spolehlivosti R	Koeficient $\beta_1$	Koeficient $\beta_2$
MMM	0.576314815	0.382395024	-0.016482168
AXP	0.249927462	0.206945263	-0.008279052
AMGN	0.346806776	0.487638915	-0.029132675
CAT	0.155757593	0.176131704	-0.004949547
CSCO	0.258483374	0.323361513	-0.018780165
HD	0.710693189	0.528055997	-0.017507321
HON	0.351733444	0.321410457	-0.009142318
IBM	0.564005889	0.386638032	-0.043662758
INTC	0.119902413	0.221363292	-0.007087091
JNJ	0.495343667	0.271823179	-0.010974091
MRK	0.153235185	0.178883278	-0.003281762
CRM	0.55561057	0.510277113	-0.006580706
WMT	0.609413633	0.407225082	-0.021572907
DIS	0.384580356	0.560778049	-0.020847966
<b>Průměr koeficientu <math>\beta_2</math></b>			-0.015591466

Zajímavá bude primárně hodnota koeficientu  $\beta_2$  jelikož ta udává, o kolik se změní celková výkonnost akcie v případě, že hodnota ukazatele P/FCF se změní o jednotku. Nejnižší naměřená hodnota koeficientu  $\beta_2$  byla zjištěna u akcie MRK, kdy v případě že hodnota ukazatele P/FCF se zvýší o jednotku, pak předpokládaná výkonnost akcie MRK se sníží o 0,328 % naopak nejvyšší zaznamenaná hodnota byla u akcie IBM, kdy v případě, že se hodnota ukazatele P/FCF zvýšila o jednotku, pak šlo předpokládat snížení budoucí výkonnosti o celých 4,36 %. Průměr u všech 14 akcií analyzovaných za pomoci regresní

<sup>140</sup> Vlastní zpracování

<sup>141</sup> Vlastní zpracování

analýzy následně činil 1,56 %. Zároveň je třeba si všimnout, že u některých firem není hodnota spolehlivosti R regresní přímky příliš vysoká a mohlo by se tak na první pohled zdát, že vypovídací hodnota takové regresní přímky je malá. Dle analýzy reziduí však u jednotlivých akcií nebyl zjištěn žádný cyklický, sezónní nebo jiný trend, který by byl opomenutý a to značí, že ve všech případech se jednalo o náhodné odchylky. Ty jsou způsobené tím, že v reálném prostředí, tak jak bylo definováno v teoretické části práce působí na ceny akcií iracionální faktory. Ty mohou velmi výrazně ovlivnit chování ceny akcií v krátkém období. Stanovené regresní přímky však měly vyjadřovat přibližnou změnu výkonnosti v dlouhém období, a v tom případě lze uvažovat že se tyto náhodné vlivy navzájem znegují. Právě proto není žádoucí, aby stanovené regresní přímky zohledňovaly iracionální výkyvy trhu. Investiční rozhodnutí nelze zakládat na tom, že se trh chová iracionálně. To by totiž znamenalo, že vývoj trhu je absolutně náhodný a tím pádem nemá vůbec smysl investovat.

### **Komentář k dosaženým výsledkům**

V rámci výzkumné části diplomové práce bylo prokázáno, že hodnota ukazatele P/FCF při nákupu akcie je skutečně schopna ovlivnit budoucí výkonnost akcií, které investoři dosáhnou a to hned několikrát. Nejprve za pomoci t-testu a Wilcoxonova testu pro párové hodnoty, kdy byla srovnávána výkonnost akcií v době, kdy tyto akcie dosáhly minima ukazatele P/FCF a v době, kdy naopak hodnoty P/FCF dosahovaly maxima. Pokud by investoři nakupovali jednotlivé akcie z indexu Dow Jones Industrial Average v době, kdy tyto akcie dosahovaly minima P/FCF a po 3 letech akcie následně prodali, dosáhli by přibližně dvakrát vyšší mediánové výkonnosti, než v případě, kdy by stejné akcie nakupovali na úrovni maxima P/FCF. Závislost mezi výkonností akcií z indexu Dow Jones Industrial Average a výškou ukazatele P/FCF byla následně prokázána také za pomoci Pearsonova korelačního koeficientu. Celkem 79 % zkoumaných společností vykázalo za období 2009 až 2018 alespoň slabou negativní korelaci mezi hodnotou P/FCF a jejich budoucí výkonností. U zbylých 21 % společností byla naměřena buď téměř nulová nebo pozitivní míra korelace.

Dále byla provedena regresní analýza, jejíž úlohou bylo kvantifikovat u každé jednotlivé akcie z indexu Dow Jones Industrial Average, jakým způsobem budou jednotlivé akcie reagovat na jednotkovou změnu ukazatele P/FCF. Vybrané akcie reagovaly na jednotkovou změnu ukazatele P/FCF zvýšením nebo snížením předpokládané



výkonnosti v následujících 3 letech v průměru o 1,56 %. U akcií s velmi silnou a středně silnou mírou negativní korelací, lze tedy říci, že nižší hodnoty ukazatele P/FCF opravdu vedou k dosažení nadprůměrné výkonnosti. Slabá negativní korelace u akcií sice nebyla pro potřeby regresní analýzy považována za dostatečnou avšak při porovnání CAGR v minimu P/FCF a CAGR v maximu P/FCF dosahovaly v minimu akcie se slabou negativní korelací také nadprůměrných výnosů. Akcie s negativní korelací tvoří přibližně 80 % analyzovaných akcií a z tohoto důvodu si dovoluji tvrdit, že vliv hodnot ukazatele P/FCF na budoucí výkonnost akcií z indexu Dow Jones Industrial Average lze považovat za částečně prokázány s tím, že další zkoumání na širším vzorku dat by mohlo přinést průkaznější výsledky zejména tedy u akcií u kterých byl prokázána nízká míra negativní korelace.

Stejně jako většina prováděných výzkumů má i tento své limitace. První limitací výzkumu, kterou lze najít je to, že analýza byla prováděna na poměrně úzkém indexu Dow Jones Industrial Average, který tvoří pouze 30 společností. Pro autora nebylo, možné jak kvůli časové tak i datové náročnosti rozsáhlejší výzkum na výrazně širším vzorku akcií provést. Díky tomu, že byl výzkum prováděn pouze na takovémto malém vzorku tedy nelze jeho výsledky zobecňovat, tím způsobem, že by měly být platné pro všechny akcie obchodované na americkém kapitálovém trhu. Přesto však pro další pokračování v rámci analytické části práce bude zaveden předpoklad toho, že přibližně stejných výsledků by bylo dosaženo i na výrazně širším vzorku akcií. Je tomu tak z toho důvodu, aby práce nebyla v rámci praktické aplikace screeningu a analýzy jednotlivých akciových titulů omezena pouze na tituly z indexu Dow Jones Industrial Average.

Zároveň tím, že je index Dow Jones industrial average tvořen primárně velkými americkými společnostmi, nelze ani říci, jaký vliv by mělo užití ukazatele P/FCF na společnosti s nízkou tržní kapitalizací. To však v rámci dalšího pokračování analytické části nebude mít významný vliv, jelikož jedním z kritérií, která budou retailovým investorům doporučeno bude právě to, aby se investicím do společností s nízkou tržní kapitalizací spíše vyhýbali.

### **2.1.2 Sestavení souboru ukazatelů pro screening**

V následující části bude sestaven soubor kritérií, která budou použitelná pro výběr jednotlivých akciových titulů. Tato kritéria budou koncipována na základě výsledků

provedeného výzkumu a strategií vybraných value investorů, jež byly popsány v rámci teoretické části práce.

Při výběru jednotlivých kritérií však budou brána v úvahu také specifika screeningových databází a to, jaká filtrační kritéria tyto databáze obvykle investorům nabízejí. Cílem totiž není investory odradit tím, že nenajdou vhodné nástroje, které by jim správu vlastního investičního portfolia umožnily.

### **Minimální velikost tržní kapitalizace**

První kritérium bude inspirováno doporučením Benjamina Grahama, který tvrdil, že retailoví investoři by se měli vyhýbat příliš malým společnostem a to zejména proto, že u nich existuje zvýšené riziko potenciálních podvodů. Společnosti jsou obvykle rozdělovány podle jejich tržní kapitalizace rozdělovány do tří kategorií:

- small cap (méně než 2 miliardy dolarů),
- mid cap (2 až 10 miliard dolarů),
- large cap (10 miliard dolarů a více).<sup>142</sup>

První kritérium pro nákup akcií bude tedy nastaveno tak, že jejich tržní kapitalizace požadované akciové společnosti musí být vyšší než 2 miliardy dolarů.

### **Hodnoty P/FCF**

V případě kdy investoři chtějí nakoupit některou z akcií, pak by se dle dosažených výsledků měli soustředit výhradně na akcie jejichž hodnota ukazatele P/FCF se pohybuje na úrovni historického minima. Takovéto akcie ve většině případů vykazovaly lepší výsledky výkonnosti a zároveň oproti ostatním jejich výkonnost tak výrazně nekolísala. Investoři by se naopak měli zcela vyhnout akciím, jejichž hodnota P/FCF se pohybuje na úrovni historického maxima, takovéto akcie totiž vykazovaly výrazně horší investiční výsledky, 6 z 24 analyzovaných společností dokonce 3 roky po dosažení maxima ukazatele P/FCF vykazovalo negativní hodnoty CAGR.

Autorovi práce je však jasné, že identifikovat hodnoty minima z archivních dat a nakoupit akcie v době minima jsou dvě zásadně rozdílné věci. Dle hodnotové filozofie ani ten nejlepší investor není dlouhodobě schopen odhadnout, kdy nastane zlom a cena akcie

---

<sup>142</sup> HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích – akcie, komodity a forex*, str. 55–56.

vystřelí raketově vzhůru a stejně tak není schopen předem identifikovat kdy nastane minimum ukazatele P/FCF. Pro retailové investory by mělo být tedy lepší se primárně soustředit na to, aby naopak nenakoupili akcie za příliš vysokou cenu, což by mělo za následek výrazné snížení investičních výnosů.

Zaměříme-li se na strategie jednotlivých value investorů tak Benjamin Graham cílil na akcie, jejichž hodnota ukazatele P/E byla nižší než 25. Z mnou provedeného výzkumu vyplývá, že průměrná střední hodnota ukazatele P/FCF u akcií, které se nacházely v maximu byla 27,98, přičemž předpokládaná chyba střední hodnoty byla 2,71. To opět značí, že investoři by se měli vyhýbat takovým akciím, jejichž hodnota ukazatele P/FCF bude vyšší než 25. A do třetice Peter Lynch, ten také upozorňoval na to, že za akcie, které vykazují vyšší růstový potenciál než je průměr amerického trhu musí být investoři připraveni zaplatit vyšší násobky P/E než je běžně udávaná hodnota 15.

Z výše zmiňovaných důvodů tedy bude v rámci screeningových kritérií zavedena omezující podmínka, že hodnota ukazatele P/FCF u hledaných akcií musí být nižší než 25. Toto kritérium je poměrně benevolentní a tím se samozřejmě investoři vystavují tomu, že sítím kritérií projdou také méně kvalitní společnosti. Cílem těchto kritérií však není provést konečný výběr akcií do portfolia, ale pouze předvýběr na který by měli investoři dále navázat provedením důkladné fundamentální analýzy s cílem najít společnosti, které disponují trvale udržitelnou konkurenční výhodou.

### **Změna oproti 52týdennímu maximu**

Cílem každého investora je „levně nakoupit a draze prodat“. Jelikož bylo nutné v rámci screeningových kritérií zmírnit požadavky týkající se hodnoty P/FCF, tak aby v rámci screeningu nebyly filtrovány i společnosti s vysokým potenciálem růstu, ale mírně vyššími násobky P/FCF, pak z logiky věci dává smysl že je nutné určit kritérium, které zajistí, že společnosti nebudou příliš vzdáleny od hodnoty minima P/FCF. To je tedy důvodem, proč bude v rámci screeningových kritérií zavedena podmínka, že akcie se musí nacházet maximálně 0 až 10 % nad svým 52týdenním cenovým minimem. To nám poskytne dostatečný polštář pro to, aby bylo možné říci, že akcie již není výrazně nadhodnocená.

## **Minimální rentabilita investovaného kapitálu**

Jako další screeningové kritérium byla zvolena minimální hodnota ROIC na úrovni alespoň 10 % nebo vyšší. První důvod je vcelku logický a vychází z toho, že investor chce vkládat své vlastní finanční prostředky jen do takových společností, které jsou schopny dostatečnou měrou zhodnocovat jím poskytnutý kapitál. Pokud tedy dlouhodobý průměrný výnos celého akciového trhu je 10 %, proč by měl investor vkládat své vlastní prostředky do společnosti, která zhodnocuje poskytnuté prostředky měrou nižší? <sup>143</sup> Dalším důvodem je také to, že pokud chtějí investoři po vzoru investiční strategie Warrena Buffetta vyhledávat takové společnosti jež mají dlouhodobou konkurenční výhodu, pak toto kritérium nelze jednoduše kvantifikovat. Jedny z mála ukazatelů, které dokážou relativně spolehlivě odhalit společnosti s udržitelnou konkurenční výhodou bývají právě vysoké hodnoty rentabilit.

## **Dosahovaný zisk**

Při honbě za co nejvyššími výnosy investoři často zapomínají na základní charakteristiky kvalitní společnosti. Mnoho z nich se nechá zlákat futuristicky vypadajícími prezentacemi společností, jež přinesou revoluční řešení v rámci oboru kterým se zabývají, avšak to že v posledních pěti letech několikrát navyšovali kapitál z důvodu vysokých ztrát opomenou zmínit. Pokud chtějí investoři dosáhnout opravdu dlouhodobě stabilních a nadprůměrných výnosů měli by se soustředit zejména na společnosti, které jsou vůči výkyvům trhu imunní a dosahují relativně stabilních a dobře predikovatelných výsledků. Přestože v předchozích částech byl ukazatel P/E kritizován, nyní i v těchto kritériích nalezne své využití, avšak zcela jiným způsobem. Nikoli tak, aby pomohl odhalit nadhodnocené či podhodnocené akcie, ale pouze jako ukazatel toho, zdali daná společnost v posledním období generovala zisk nebo ztrátu. Pokud bude ukazatel P/E > 0, pak víme, že daná společnost vygenerovala zisk v opačném případě by totiž ukazatel ve screeningové databázi nebyl vypočítán a tím pádem bude daná akcie z výběru vyřazena.

---

<sup>143</sup> Average long-term return on stocks. Dostupné z: <https://seekingalpha.com/article/4041868-really-long-term-return-on-stocks>.

## **Míra zadluženosti**

Nadměrné využívání cizího kapitálu a následné placení vysokých úroků dokáže zničit i společnosti s velmi dobře vypadajícím business modelem. Právě proto bude jako další ze screeningových kritérií nastaveno, že poměr cizího a vlastního kapitálu společnosti musí být menší než 1. Namísto tohoto ukazatele by bylo možné také využít poměr cizího kapitálu vůči aktivům dané společnosti, který by byl pravděpodobně lepší. Tento ukazatel však obvykle screeningové databáze nemají k dispozici.

## **Vývoj tržeb**

Jedním z prvních determinantů, které mohou poukazovat na začínající úpadek podniku mohou být tržby. Proto jejich vývoj bude považovaný za důležitý také v rámci screeningových kritérií. Dlouhodobě klesající vývoj tržeb bude považován za negativní znak, a proto by se takovým společnostem měli retailoví investoři v rámci tvorby investičního portfolia měli vyhnout.

### **2.1.3 Backtesting stanovených kritérií**

Přestože všechna kritéria byla stanovena s jednoznačným účelem, který mají při výběru akcií přinést a byla vybrána v souladu s logickými a ekonomickými zákonitostmi, neznamená to, jejich aplikace v reálné investiční praxi bude úspěšná. Proto budou výše uvedená kritéria použita k výběru akcií a portfolio z takto vybraných akcií bude backtestováno oproti jednotlivým indexům amerického akciového trhu, aby bylo ověřeno jakým způsobem vybraná kritéria fungují v reálných podmínkách finančního trhu.

#### **Portfolio s ročním rebalancováním**

Backtestování bude prováděno v rámci databáze gurufocus.com a budou testovány dva různé scénáře. Nejprve bude testováno, jaká by byla výkonnost portfolia v případě, kdy by vždy na začátku roku byly nakoupeny akcie splňující navrhovaná kritéria a na konci roku by byly tyto akcie prodány.

**Tabulka 13: Výsledky backtestingu portfolia s ročním rebalancováním<sup>144</sup>**

Rok	Portfolio dle kritérií	S&P 500	NASDAQ 100	Dow 30	Russell 2000
2006	10.36	11.78	4.58	14.9	15.15
2007	0.83	3.53	18.67	6.43	-2.75
2008	-30.08	-38.49	-41.89	-33.84	-34.8
2009	76.76	23.45	53.54	18.82	25.22
2010	30.44	12.78	19.22	11.02	25.31
2011	39.8	0	2.7	5.53	-5.45
2012	13.98	13.41	16.82	7.26	14.63
2013	82.42	29.6	34.99	26.5	37
2014	25.97	11.39	17.94	7.52	3.53
2015	-33.5	-0.73	8.43	-2.23	-5.71
2016	20.66	9.54	5.89	13.42	19.48
2017	27.03	19.42	31.52	25.08	13.14
2018	44.31	-6.24	-1.04	-5.63	-12.18
2019	29.17	28.88	37.96	22.34	23.72
<b>Výnosy celkem</b>	<b>1148.03</b>	<b>276.63</b>	<b>877.96</b>	<b>235.55</b>	<b>228.75</b>

Jak lze z výsledku vyčíst, tak portfolio z akcií stanovených dle screeningových kritérií v případě jeho 12měsíčního pravidelného rebalancování dosáhlo na výrazně vyšší kumulativní výnos než všechny ostatní indexy s nimiž bylo porovnáváno.

### **Portfolia buy and hold**

Následně bylo také testováno také to, jak by si vedlo portfolio sestavené z akcií splňujících navrhovaná kritéria v dlouhodobém horizontu, tedy situace kdy by po zakoupení akcií nebyla prováděna žádná forma rebalancování a byla by aplikována pouze buy and hold strategie.

---

<sup>144</sup> Vlastní zpracování dle Stock screener – backtesting. Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/screener?view=backtesting>.

**Tabulka 14: Výsledky backtestingu portfolia při aplikaci strategie buy and hold<sup>145</sup>**

Rok nákupu	Portfolio dle kritérií	S&P 500	NASDAQ 100	Dow 30	Russell 2000
2006	219.12	276.63	877.96	235.55	228.75
2007	110.38	237.34	833.81	191.78	185.59
2008	394.16	225.45	687.99	174.4	193.56
2009	463.88	429.06	1255.93	314.73	350.25
2010	664.97	328.55	783.14	249.04	259.58
2011	713.9	279.98	640.76	214.39	186.96
2012	462.72	274.2	607.55	193.59	198.93
2013	320.48	235.07	517.42	177.76	164.77
2014	447.26	158.54	357.38	119.57	93.25
2015	6.27	132.1	287.82	104.22	86.67
2016	84.99	133.8	257.68	108.88	97.98
2017	77.05	111.65	234.51	83.07	64.69

Jak lze vidět dlouhodobé výsledky portfolia sestaveného pouze na základě screeningových kritérií již nejsou tak oslnivé, jak v prvním případě. V rámci Buy and Hold strategie dokázaly výnosy benchmarkových indexů překonat pouze portfolia sestavená z akcií v letech 2011 a 2014 v ostatních letech by dosáhl minimálně jeden z akciových indexů vyšších výnosů než sestavované portfolio.

### Výsledek backtestingu

Výsledky backtestingu jednoznačně prokazují, že navrhovaná kritéria mají smysl. Výsledky prokázaly, že akcie vybírané na základě těchto kritérií dosahovaly při jejich krátkodobém rebalancování velmi dobrých výnosů a dokázaly překonat svou výkonností všechny čtyři s nimi srovnávané americké akciové indexy. To potvrzuje tedy to, že kritéria jsou schopna velmi dobře identifikovat takové akciové společnosti jejichž cena je v současné době pro investory velmi výhodná. Problémem aplikace tohoto přístupu k investování u retailových investorů by však v reálné investiční praxi byly neúměrně vysoké transakční náklady související s neustálým rebalancováním portfolia.

Dlouhodobé výsledky backtestingu naopak velmi příznivé nebyly, což svědčí o tom, že screeningová kritéria by měla sloužit primárně pouze k předvýběru akcií, které jsou

---

<sup>145</sup> Vlastní zpracování dle Stock screener – backtesting. Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/screener?view=backtesting>.

v současnosti zajímavě oceněny, ale nelze je vnímat jako jediný nástroj pro výběr akcií do portfolia. Na akciový screening je nutné navázat provedením fundamentální analýzy s cílem odhalit společnosti, které disponují udržitelnou konkurenční výhodou. Tato konkurenční výhoda bude totiž při delším investičním horizontu jedním z hlavních determinantů úspěchu jednotlivých společností.

## 2.2 Praktická aplikace hodnotového screeningu

Následující část bude věnována tomu, aby mohla být navrhovaná kritéria aplikována v praxi při aktuálních tržních podmínkách. Cílem je ukázat investorům, jakým způsobem by měli ke screeningu přistupovat stejně jako praktické nástroje, které mohou k tomuto účelu využít. Existuje poměrně široké množství screeningových databází, které mohou investoři při hledání akcií pomoci. Je třeba dbát na to, aby využívaná databáze měla co nejaktuálnější informace o jednotlivých titulech a zároveň je také důležité, aby umožnila investorům aplikovat dostatečné množství screeningových kritérií k filtrování akcií. Mezi nejznámější databáze v současnosti patří například projekt finviz.com, dále také screener na webových stránkách finance.yahoo.com či z placených databází gurufocus.com.

Tabulka 15: Akcie splňující navrhovaná screeningová kritéria k 31.03.2022<sup>146</sup>

Ticker	Název	Sektor	Tržní kapitalizace	Cena akcie	Zobchodovaný objem
FB	Meta Platforms, Inc.	Komunikace	554.27 mld. USD	203.63	40 640 264
INTC	Intel Corporation	Technologie	189.83 mld. USD	46.63	38 885 496
MRNA	Moderna, Inc.	Zdravotnictví	68.26 mld. USD	169.36	14 087 382
COIN	Coinbase Global, Inc.	Technologie	37.87 mld. USD	172.53	5 974 284
BIIB	Biogen Inc.	Zdravotnictví	29.95 mld. USD	203.80	1 074 987
WSM	Williams-Sonoma, Inc.	Cyklické spotřební zboží	11.12 mld. USD	152.45	2 544 821
MHK	Mohawk Industries, Inc.	Cyklické spotřební zboží	9.74 mld. USD	145.31	1 147 464
UAA	Under Armour, Inc.	Cyklické spotřební zboží	7,71 mld. USD	16.99	7 542 218
THO	Thor Industries, Inc.	Cyklické spotřební zboží	4.62 mld. USD	83.94	1 093 725
QDEL	Quidel Corporation	Zdravotnictví	4.49 mld. USD	107.47	530 203
TCBI	Texas Capital Bancshares, Inc.	Finance	3,24 mld USD	63.83	501 966
MC	Moelis & Company	Finance	3,16 mld. USD	47.06	626 507

<sup>146</sup> Vlastní zpracování dle dat z finviz.com



## 2.3 Globální a odvětvová analýza

Jakmile investoři naleznou takové společnosti, které vyhovují navrhovaným screeningovým kritériím, mohou přistoupit k realizaci fundamentální analýzy akcií. První částí fundamentální analýzy bude provedení globální a odvětvové analýzy, při které se budou investoři snažit identifikovat v jaké fázi dluhového cyklu se právě ekonomika nachází, případně jaká odvětví by mohla v této fázi výrazně outperformovat svou výkonností akciové trhy.

### 2.3.1 Globální analýza

Globální analýza bude věnována dvěma veličinám a to konkrétně vývoji HDP per capita a inflace. Tyto veličiny umožní přesně stanovit v jaké ze čtyř fází dluhového cyklu se ekonomika právě nachází. První zkoumanou veličinou je HDP per capita. Jelikož se jedná o analýzu situace z pohledu dlouhodobého dluhového cyklu budou k analýze využity hodnoty průměrného růstu HDP per capita v jednotlivých desetiletích.

**Tabulka 16: Hodnoty průměrného růstu HDP per capita v jednotlivých desetiletích<sup>147</sup>**

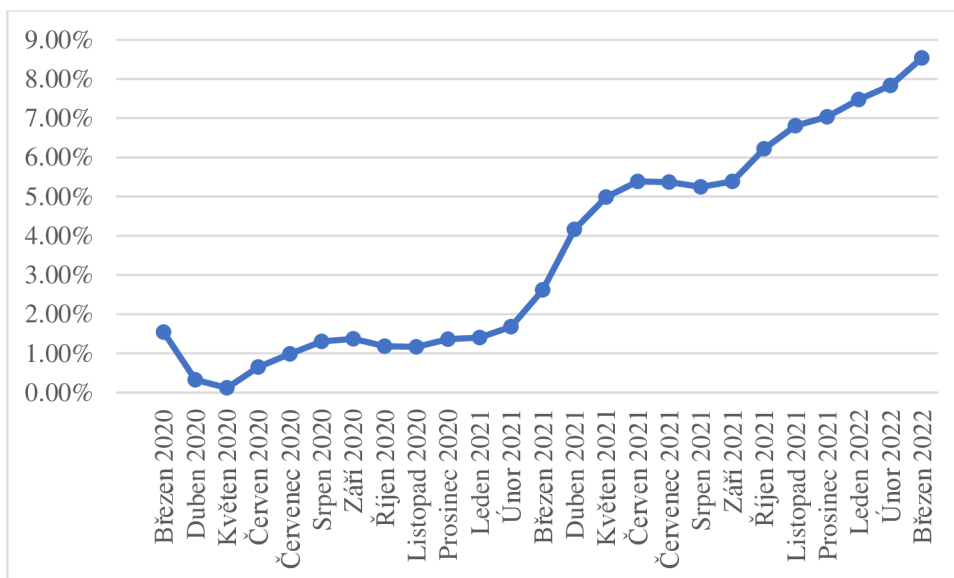
1950–1960	1960–1970	1970–1980	1980–1990	1990–2000	2000–2010	2010–2020
2.32 %	3.26 %	2.17 %	2.11 %	1.92 %	1.08 %	1.42 %

Jak bylo uvedeno v teoretické části práce, tak průměrný růst reálného HDP per capita byl v posledním století 2 %, proto tato hodnota bude použita jako referenční pro srovnání. Z tabulky lze vyčíst, že v posledních desetiletích postupně růst HDP per capita slábnul a nedosahoval na úroveň 2 %. To může značit postupný pokles v růstu produktivity. Snížený růst produktivity je neklamnou známkou toho, že se ekonomika dané země dostala do pozdní fáze dluhového cyklu, kdy bude docházet k postupnému ekonomickému poklesu.

Další analyzovanou veličinou by měl být současný vývoj inflace v americké ekonomice. U této analyzované veličiny nebudou potřeba hodnoty za tak dlouhé období, jako v případě analýzy vývoje HDP per capita, jelikož důležité budou především současné hodnoty inflace a předpoklad jejího budoucího vývoje.

---

<sup>147</sup> Real gross domestic product per capita. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/A939RX0Q048SBEA/>.

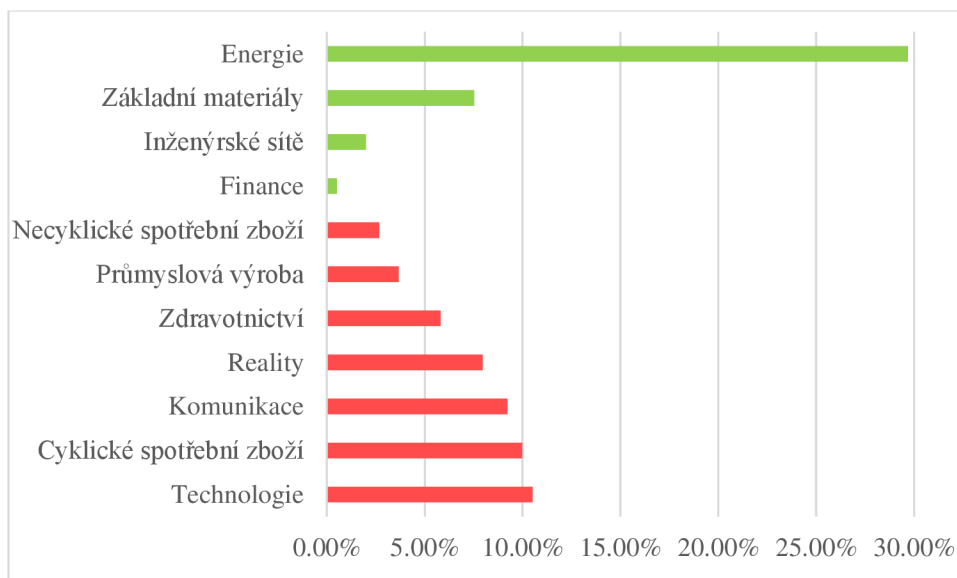


**Graf 5: Vývoj inflace v období od března 2020 do března 2022<sup>148</sup>**

Z grafu vývoje inflace je patrný jasný rostoucí trend, který začal v roce 2020 a pokračuje až do současnosti. Z původních relativně nízkých hodnot mezi nula až dvěma procenty vystoupala inflace během poměrně krátké doby až na současnou hodnotu dosahující necelých devíti procent.

Z analýzy těchto dvou ukazatelů vyplývá, že současná ekonomická situace odpovídá třetímu kvadrantu Daliovy tabulky (snižující se ekonomický růst a rostoucí inflace). V těchto ekonomických podmínkách by mělo být pro investory výhodné v rámci vlastních investičních portfolií nadřadit hodnotové akcie se stabilním a silným cash flow, akcie potravinářských společností a komoditní akcie, přičemž nové investiční příležitosti by měli hledat právě v těchto sektorech. Pravdivost tohoto tvrzení dokazuje právě porovnání současné výkonnosti těchto akcií s akciemi z jiných sektorů.

<sup>148</sup> Vlastní zpracování dle US Inflation Rate. Dostupné z: [https://ycharts.com/indicators/us\\_inflation\\_rate?msclid=30e62979cedd11eca12a8ff6db993b70](https://ycharts.com/indicators/us_inflation_rate?msclid=30e62979cedd11eca12a8ff6db993b70).



**Graf 6: Výkonnost jednotlivých odvětví od 01.01. 2022 do 31.03.2022<sup>149</sup>**

Akcie ze sektorů energií a základních materiálů, což jsou v podstatě akcie komoditní dosahují jako jediné sektory v letošním roce výraznějšího pozitivního zhodnocení. Potravinářské akcie se obvykle nacházejí v sektoru necyklického spotřebního zboží a dosáhly jako celek na výkonnost -2,6 % což také není ve srovnání s ostatními sektory špatné a umisťují se v lepší polovině.

### 2.3.2 Odvětvová analýza

V rámci screeningu akcií bylo vyfiltrováno celkem 12 společností z 5 odvětví, konkrétně se jedná o sektor komunikace, technologií, zdravotnictví, cyklického spotřebního zboží a financí.

Jako první z parametrů, který musí investoři při své odvětvové analýze zohlednit jsou vlastní schopnosti. Nejproblematictější z tohoto hlediska se jeví akcie ze sektoru zdravotnictví. To je jedním z nejvíce specializovaných a nejnáročnějších sektorů na pochopení a proto by se zejména investoři, kteří s investováním začínají, měli investicím do těchto společností raději vyhnout. Právě z tohoto důvodu budou akcie ze sektoru zdravotnictví pro další analýzu vyřazeny.

Dalším parametrem zohledňovaným v rámci odvětvové analýzy bude citlivost na hospodářský cyklus. Nachází-li se ekonomika skutečně ve třetím kvadrantu Daliova

<sup>149</sup> Vlastní zpracování dle Sector performance. Dostupné z: <https://finviz.com/groups.ashx>.

dluhového cyklu, který se vyznačuje klesajícím ekonomickým růstem, pak lze důvodně předpokládat, že v dalším období dosáhnou lepší výkonnosti akcie méně citlivé na výkyvy hospodářského cyklu, z nabízených sektorů se tedy bude jednat o sektor komunikačních služeb a technologií. Akcie z ostatních sektorů budou tedy z výběru vyřazeny. Z původních 12 společností tedy při zohlednění těchto kritérií zbývají pro možnosti další analýzy 3 společnosti a to konkrétně Meta Platforms, Intel a Coinbase. Z hlediska tržní konkurence žádná společnost vyřazena nebude. Přestože se v rámci odvětví objevují konkurenti, kteří čas od času přinášejí inovativní způsoby řešení, tak všechny tři společnosti prokázaly, že jsou dlouhodobými lídry v daných odvětvích a dokážou si svoji konkurenční pozici udržet.

Posledním zohledňovaným parametrem odvětvové analýzy bude perspektiva budoucího vývoje v daném odvětví. U společnosti Meta Platforms lze vidět velmi negativní zprávy týkající se budoucího vývoje společnosti. Vzhledem k tomu, že jak americké, tak evropské regulační úřady zvažují přijetí opatření na ochranu spotřebitelů. Americký kongres zvažuje návrh zákonů, kterým brojí proti velkým tzv. „Big Tech“ společnostem a v rámci nich by mělo dojít k omezení zpracování a shromažďování uživatelských dat v rámci algoritmizovaných doporučení. A právě na těchto personalizovaných doporučeních a reklamách stojí podstatná část business modelu společnosti Meta.<sup>150</sup> U společností Intel a Coinbase lze naopak z hlediska odvětvové analýzy zaznamenat velmi pozitivní zprávy. Společnost Intel se zabývá výrobou polovodičových čipů jak pro domácnosti, tak pro průmysl a datová centra a v současné době poptávka po těchto čipech výrazně převyšuje jejich nabídku. Vzhledem k tomu, jak náročná je výroba těchto čipů je nepravděpodobné, že by se celosvětový nedostatek čipů v blízké době vyřešil a to může vést k relativně vysokému nárůstu cen těchto zařízení a tedy i k lepším finančním výsledkům jejich výrobců.

Zároveň společnost Intel ve své poslední výroční zprávě uvádí a predikuje, že poptávka po těchto druhích čipů bude i nadále růst.<sup>151</sup> S tímto tvrzením se dá velmi jednoduše souhlasit, jelikož čím dal větší množství technologických vychytávek se postupně stává

---

<sup>150</sup> US lawmakers could finally rein in Facebook. Dostupné z: <https://edition.cnn.com/2022/01/17/tech/meta-facebook-regulation/index.html>.

<sup>151</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippeningbook.com/view/319554412/>

neoddělitelnou součástí všedních životů lidí a to jak doma tak ve firmách, kterým tyto vychytávky umožňují dosáhnout lepší optimalizace firemních procesů.<sup>152</sup>

Společnost Coinbase byla jednou z prvních společností nabízejících možnost obchodování s kryptoměnami. Povědomí o kryptoměnách mezi lidmi neustále stoupá. O tomto svědčí například fakt, že mezi deseti nejvyhledávanějšími hesly za rok 2021 na nejrozšířenějším světovém vyhledávači od Googlu byly právě 2 názvy spojené s kryptoměnami.<sup>153</sup> To je velmi dobrým ukazatelem pozitivního trendu a zájmu lidí o tuto novou oblast financí. Na druhou stranu kryptoměny a s tím spojené služby jsou stále poměrně mladým odvětvím u kterého je těžké odhadovat jakým způsobem by se mohlo v budoucnu vyvíjet. Investice do takového odvětví může skýtat příležitosti s velkým potenciálem zhodnocení avšak při akceptování obrovské úrovně rizika.

## 2.4 Analýza akcie Intel

Intel je světově jedním z největších výrobců polovodičových součástek. Firma je součástí technologických společností podnikajících v rámci tzv. Silicon Valley. Sídlo společnosti je ve městě Santa Clara v USA a v současné době Intel zaměstnává více než 120 000 zaměstnanců.<sup>154</sup> A právě tato společnost se po provedení globální a odvětvové analýzy zdá být nejlepší volbou pro provedení důkladnější analýzy. Intel lze jednoznačně zařadit do kategorie hodnotových společností které dlouhodobě a stabilně generují pozitivní cash flow, což je právě ten druh společností, do kterých by investoři měli investovat v případě, že se pohybujeme v ekonomických podmínkách podobným těm současným. Dále na základě odvětvové analýzy vyplynulo, že samotné odvětví ve kterém se Intel pohybuje vykazuje poměrně pozitivní trend nedostatku čipů na trhu, kterého by mohla společnost využít k další expanzi a zvýšení svých tržeb, zisku a podílu na trhu, což by mělo jednoznačně pozitivní vliv na vývoj ceny akcií.

---

<sup>152</sup> <https://www.weforum.org/agenda/2022/02/semiconductor-chip-shortage-supply-chain/>

<sup>153</sup> Rok ve vyhledávání od Googlu. Dostupné z: <https://trends.google.com/trends/yis/2021/GLOBAL/>.

<sup>154</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

### 2.4.1 Hlavní segmenty trhu

Produkty společnosti lze v zásadě rozdělit do šesti hlavních skupin:

- CCG (Client Computing Group),
- DCG (Data Center Group),
- IOTG (Internet of Things),
- Mobileye,
- NSG (Non-Volatile Memory Solutions Group),
- PSG (Programmable Solutions Group).<sup>155</sup>

#### Client Computing Group

V rámci tohoto segmentu trhu se Intel soustředí na nabídku funkčních řešení a mikroprocesorů pro stolní i přenosné osobní počítače, ale i mobilní zařízení. Tomuto segmentu relativně pomohla pandemie koronaviru, vzhledem k tomu, že čas strávený na PC se dramaticky zvýšil. Společnost očekává, že část tohoto trendu zůstane zachována i po úplném odeznění pandemie. Jedná se však o segment trhu na který se zaměřuje konkurence. Mezi nejvýznamnější konkurenty v tomto segmentu lze zařadit například společnost AMD, která se zabývá zejména výrobou procesorů pro PC, dále Qualcomm a Mediatek jež dodávají čipy zejména pro mobilní zařízení. Client Computing segment se na tržbách společnosti Intel podílí celkovými 51 % a jedná se o relativně stabilní, avšak co se týče tržeb tak nerostoucí a relativně vyčerpaný segment trhu, kde nelze očekávat v příštích letech výrazný nárůst tržeb.<sup>156</sup>

#### Data Center Group

Intel se dále angažuje také ve výrobě produktů pro datová centra a cloudová úložiště, Tyto produkty jsou optimalizované přímo pro pracovní zátěž v rámci datových úložišť. Jelikož v současné digitální době se data stávají neustále důležitější komoditou. Firmy stále častěji požadují jednoduché řešení, které jim umožní správu dat na cloudových úložištích. Zároveň s rostoucím počtem dat přicházejí požadavky na nová a výkonnější řešení pro jejich správu. Z výše uvedeného vyplývá, že Data Computing segment může být v budoucnu velmi důležitý a dlouhodobě se stát pro Intel hlavním zdrojem příjmů.

---

<sup>155</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

<sup>156</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

Tuto příležitost však pochopili i ostatní konkurenti a tak se opět jedná o vysoce konkurenční segment trhu. Podíl tohoto segmentu na celkových tržbách je přibližně 33 %.<sup>157</sup>

### **Další segmenty trhu**

Ostatní segmenty trhu v rámci nichž Intel nabízí své produkty jsou již spíše menší a v rámci tržeb netvoří nikdy více než pětiprocentní podíl. Jedná se buď o doplňkové produkty k výrobkům hlavním (NSG, PSG) nebo o relativně nové segmenty trhu, v rámci nichž se chce Intel rozvíjet, protože v nich vidí růstový potenciál (Internet of Things, Mobileye). Například v segmentu Internet of Things vyvíjí Intel vlastní vysoce výkonné výpočetní platformy pro podnikové využití, jejichž cílovými zákazníky jsou společnosti napříč odvětvími a to z řad maloobchodníků, výrobců nebo poskytovatelů zdravotních služeb. U maloobchodů by tato řešení měla pomoci optimalizovat využití získaných dat k vyšší produktivitě, nárůstu tržeb či poskytnout lepší personalizaci nabídky zákazníkům. U výrobních společností naleznou uplatnění zejména při realizaci projektů v rámci Průmyslu 4.0. Produkty Mobileye jsou jedněmi z nejpokročilejších v oblasti vývoje asistenčního softwaru pro samořízení vozidel. Portfolio těchto produktů zahrnuje systémy pro autonomní řízení, výpočetní platformy nebo například platformy strojového vidění a učení včetně aktivních senzorů.<sup>158</sup>

### **2.4.2 Konkurenční výhoda**

Identifikace klíčových aspektů konkurenční výhody je jedním ze základů fundamentální analýzy. Jak již bylo řečeno investoři by se měli výhradně soustředit na takové podniky, které disponují dlouhodobě udržitelnou konkurenční výhodou. Existují rozličné způsoby, jakými společnost může svou konkurenční výhodu získat. V rámci analýzy společnosti Intel lze sledovat dva zásadní prameny jejich konkurenční výhody. Tím prvním je síla značky a dalším je jejich výzkum a vývoj výrobků.

#### **Síla značky**

Síla značky je jedním z nejobvyklejších zdrojů konkurenční výhody, které lze u akciových společností nalézt. Avšak také jeden z nejméně důležitých a důvěryhodných.

---

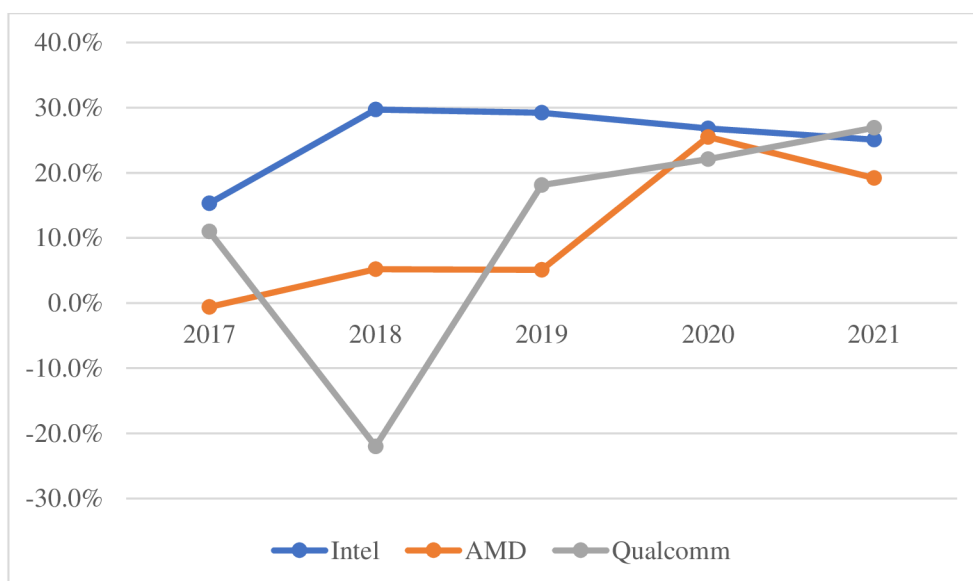
<sup>157</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

<sup>158</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

Síla značky a její budování je samozřejmě velmi důležité a je skvělé, že lidé po celém světě znají Intel jako společnost, které vyrábí kvalitní výrobky. Otázkou však zůstává jak moc pomůže síla značky společnosti v budoucnosti, pokud nebudou dbát na její další rozvoj. Proto tento zdroj konkurenční výhody bude brán v potaz, avšak spíše jako méně důležitý.

### Výzkum a vývoj vlastních výrobků

Co v rámci společnosti Intel může být vnímáno jako další zdroj výhody oproti jejím konkurentům je existence vlastních výzkumných a vývojových středisek, které se již od počátku starají o vývoj nových výrobků. Provádění výzkumu a vývoje výrobků ve vlastní režii umožňuje firmě plně kontrolovat náklady na své produkty, což se následně pozitivně odráží v marži, kterou si za své výrobky mohou účtovat. Srovnáním Intelu s dvěma nejbližšími konkurenty v rámci odvětví, kteří výrobu svých čipů outsourcují zjistíme, že Intel dosahuje dlouhodobě nejvyšších čistých marží ze všech třech společností.



Graf 7: Vývoj čisté marže společností Intel, AMD a Qualcomm<sup>159</sup>

### 2.4.3 Management

V posledních letech docházelo k fluktuacím na manažerských pozicích. Bylo tomu z důvodu, že Intel postupně ztrácel v kvalitě vývoje svých produktů a konkurence

<sup>159</sup> Vlastní zpracování dle quickfs.net



byla nakonec schopna vyrábět výkonnější zařízení než Intel. Proto bylo v roce 2021 dosazeno nové vedení společnosti v čele s Patem Gelsingerem, jakožto novým CEO. V rámci hodnocení nového managementu nás budou zajímat zejména:

- zkušenosti CEO a CFO v daném oboru a pracovní pozici,
- rozhodnutí provedená managementem (je-li management proakcionářsky orientovaný).

### **Zkušenosti managementu**

Pat Gelsinger jako CEO Intelu začal působit v únoru 2021. Předtím působil necelých devět let na stejné pozici u společnosti VMware, což je také technologická společnost zabývající se primárně přípravou cloudových řešení pro ukládání a správu dat. To lze považovat za velmi pozitivní, vzhledem k tomu, že právě v segmentu cloudových řešení pro datová centra se chce společnost Intel v budoucnu více prosazovat. Zároveň lze jako pozitivní brát to, že ve společnosti Intel již v letech 2000 až 2005 působil a tedy má již povědomost o tom, jakým způsobem společnost Intel operuje.<sup>160</sup>

Jako CFO v současnosti působí David Zinsner, který původně pracoval jako CFO ve společnosti Micron Technologies, což je jeden z hlavních konkurentů Intelu v oblasti výroby polovodičových čipů. V tomto oboru navíc působí již více než 20 let a jedná se tedy opět o člověka s relativně velkou zkušeností.<sup>161</sup>

Dle výše uvedeného lze konstatovat, že z hlediska zkušeností hlavních osobností managementu nelze současnému vedení více méně nic vytknout. Jak CEO tak CFO mají dlouholeté zkušenosti s daným oborem a zároveň také dostatečné zkušenosti v rámci řídicích funkcí.

### **Rozhodnutí managementu**

Zásadní změnou oproti původnímu managementu, který u Intelu působil do roku konce roku 2020 je radikální změna myšlení. Minulý management byl až příliš sebejistý neotřesitelnou pozicí Intelu vůči svým konkurentům a z toho důvodu se pravděpodobně

---

<sup>160</sup> Pat Gelsinger – Chief Executive Officer of Intel Corporation. Dostupné z: <https://www.linkedin.com/in/patgelsinger>.

<sup>161</sup> David Zinsner – Executive Vice President and Chief Financial Officer. Dostupné z: <https://www.businesswire.com/news/home/20220110005917/en/Intel-Names-David-Zinsner-Executive-Vice-President-and-Chief-Financial-Officer>.

společnost dostala do potíží s včasným vydáváním nových výrobků na trh. Současný management je naopak vysoce prorůstově orientovaný a nezaměřuje se pouze na udržení současného tržního podílu, ale chápe že je potřeba inovovat a přinášet zákazníkům stále nová a unikátní řešení.

V rámci poslední zveřejněné výroční zprávy lze nalézt několik zásadních rozhodnutí, které mohou mít významný vliv na budoucí směřování společnosti. Prvním z těchto rozhodnutí je přijetí dalších 17 000 nových technických pracovníků, aby byl urychlen výzkum a vývoj nových produktů. S výzkumem se také pojí další navýšení celkových nákladů na výzkum a vývoj a to z původních 27,8 miliard dolarů v roce 2020 na necelých 34 miliard v roce 2021 a další navýšení lze čekat i u výdajů roku 2022. Právě výzkum a vývoj byl jednou z hlavních slabín společnosti Intel v posledních letech, jelikož nebyl často schopen dostávat své produkty na trh včas.<sup>162</sup> Plánem původního managementu bylo přinášet na trh novou generaci procesorů každé dva roky. Díky aplikovaným změnám však současné vedení Intelu předpokládá, že by se místo původně zamýšlených 2 let na vývoj nové generace procesorů mohl tento čas zkrátit na pouhý jeden rok.<sup>163</sup> To by byla samozřejmě pro konkurenční společnosti velká rána.

Dodatečné výdaje se však neorientují pouze na hledání nových hardwarových řešení, avšak zejména do vývoje a zlepšování v současnosti poskytovaných softwarových služeb. Dle vyjádření CEO mohou být právě softwarová řešení pro cloudová úložiště, 5G sítě, či pro průmyslovou výrobu jednou z velmi důležitých hybných sil budoucího růstu. Zákazníci Intelu již v minulosti totiž oceňovali zejména jednoduchost a komplexnost nabízených řešení a není zde důvod myslet si, že by tomu mělo být v budoucnu jinak. Propracované komplexní softwarové řešení může být pro Intel tedy dalším zdrojem konkurenční výhody v budoucnu. Dále vzhledem k pokračujícímu nedostatku čipů na globálních trzích bylo rozhodnuto o rozšiřování výrobních kapacit a to konkrétně v Ohiu a Arizoně, kde by měly vzniknout 2 nové továrny pro výrobu čipů nové generace a také v rámci Evropy, kde by chtěl Intel také budovat další výzkumné a výrobní kapacity.<sup>164</sup>

---

<sup>162</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

<sup>163</sup> Intel Q1 2021 Earnings Call Transcript. Dostupné z: <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/04/22/intel-intc-q1-2021-earnings-call-transcript/>.

<sup>164</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

Samozřejmě pro všechny tyto dodatečné výdaje bylo nutné najít zdroje financování. Výše dividendy zůstala zachována, avšak bohužel pro investory bylo rozhodnuto o tom, že se výrazně sníží objem peněz určený na zpětné odkupy akcií. V roce 2020 tento objem činil 14,2 miliardy dolarů, kdežto v roce 2021 se výrazně snížil a to na pouhé 2,4 miliardy dolarů.<sup>165</sup>

Pro akcionáře s krátkodobým investičním smýšlením je samozřejmě takto výrazné snížení zpětných odkupů akcií velmi negativní zprávou a reakce ve smyslu snížení tržní ceny na sebe nedala dlouho čekat. Avšak z pohledu dlouhodobého akcionáře a někoho, kdo vnímá investici do akcií jakožto investici do skvělého podniku, pak lze rozhodnutí managementu považovat za velmi přínosná, jelikož se orientují zejména na zajištění dlouhodobé prosperity společnosti a udržení její stávající konkurenční výhody.

#### **2.4.4 Analýza vybraných finančních ukazatelů**

Nejenom kvalitativní posouzení dané akcie, ale také kvantitativní charakteristiky, odhalující finanční prosperitu dané akcie je nutné posuzovat. A právě analýze vybraných finančních ukazatelů společnosti Intel bude věnována následující část v rámci níž bude analyzován vývoj tržeb, zisku, volného cash flow, zadluženosti, rentability a v neposlední řadě také dividendová politika společnosti. Analýza bude prováděna na datech z let 2017 až 2021.

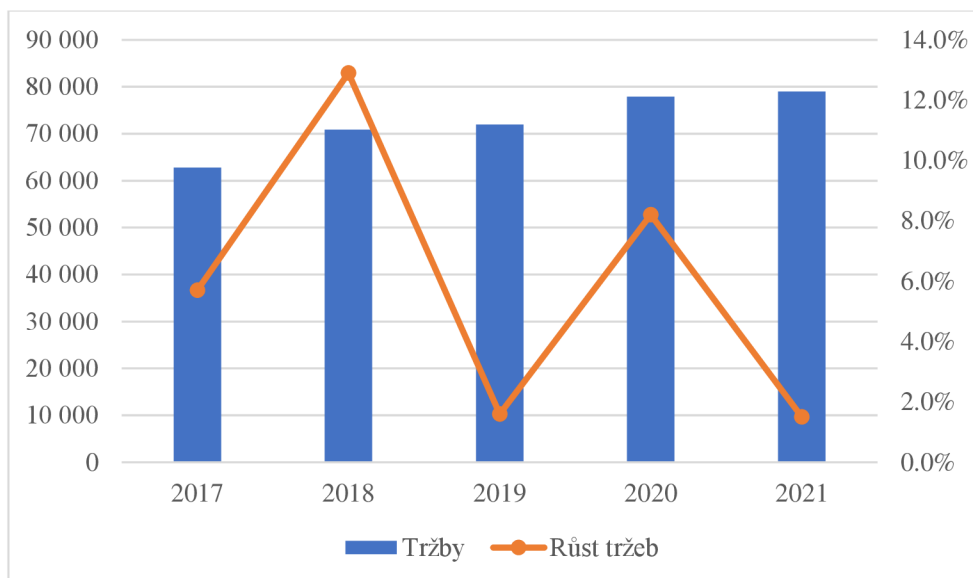
##### **Analýza tržeb**

Jak již bylo zmíněno, vývoj tržeb může být prvním indikátorem přicházejících problémů. Růst tržeb bude jistě vnímán jako pozitivní naopak případný pokles je jednoznačně negativním znakem a je třeba dále zkoumat z jakých důvodů k němu dochází.

V rámci screeningu již byly vyfiltrovány takové akcie, u nichž dlouhodobě docházelo ke snižování tržeb. Cílem této analýzy je spíše zjistit, jaký by mohl být trend vývoje tržeb u společnosti Intel v budoucnu.

---

<sup>165</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>



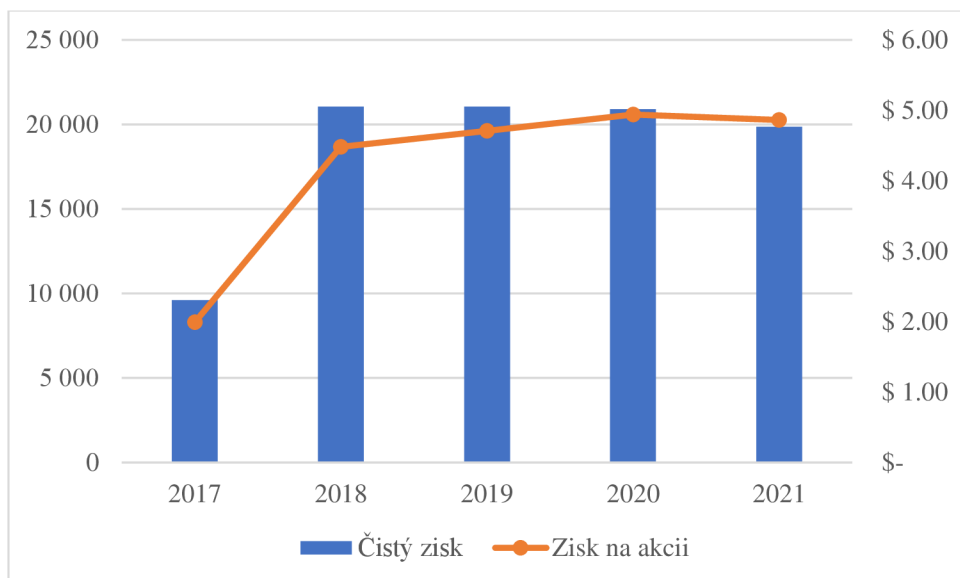
**Graf 8: Vývoj tržeb (v mil. \$) společnosti Intel v letech 2017 až 2021<sup>166</sup>**

Z grafu je sice vidět, že tržby v rámci sledovaného období rostly, avšak patrné je také postupné snižování jejich růstu. Nejvyššího růstu tržeb společnost Intel dosáhla v roce 2018, přičemž meziroční růst tržeb tehdy činil více než 12 %, avšak v dalších letech již byl růst výrazně nižší. Za celé sledované období činil průměrný meziroční růst tržeb přibližně 6 %. Na základě takového trendu vývoje tržeb lze předpokládat, že v dalších letech bude v neoptimističtějších případech průměrný růst ve výši 6 % pokračovat, realistické je však spíše to, že se průměrný růst tržeb bude spíše pohybovat na úrovni nižší kolem 4 % ročně.

### **Analýza zisku a volného cash flow**

Neméně důležitými ukazateli v rámci analýzy finančních ukazatelů bude míra dosahovaného zisku a volného cash flow. Jak lze vidět v následujícím grafu, tak vývoj zisku v posledních pěti letech byl poměrně stabilní.

<sup>166</sup> Vlastní zpracování dle dat z quickfs.net



**Graf 9: Vývoj zisku (v mil. \$) a zisku na akcii společnosti Intel v letech 2017 až 2021<sup>167</sup>**

V období let 2018 až 2021 se vždy pohyboval kolem 20 miliard dolarů ročně. Výjimku tvoří pouze rok 2017, kdy reportovaný zisk byl pouze necelých 10 miliard dolarů. Takovýto skokový nárůst zisku může vytvářet určité pochybnosti o jeho dlouhodobé udržitelnosti. Zároveň může také způsobovat obavy, zdali se nejedná jen o jeho umělé navyšování za pomoci účetních operací, proto dále budou odhaleny možné příčiny tohoto skokového nárůstu zisku.

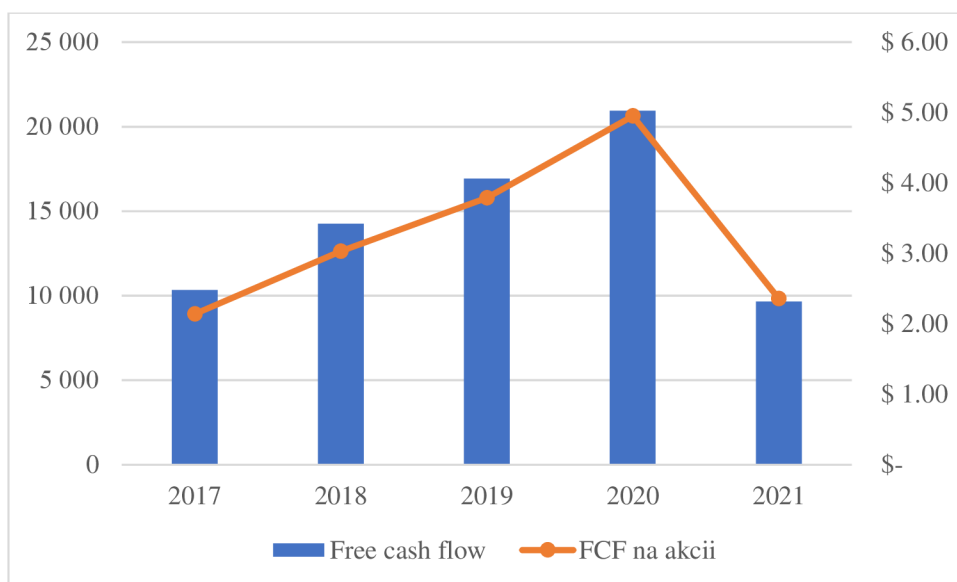
Zisk není jediným finančním ukazatelem a je tak třeba brát ho v kontextu ostatních a utvořit si tak ucelený obraz o vývoji společnosti. Zaměří-li se investoři na vývoj tržeb v letech 2016 až 2018 pak zjistí, že v tomto období docházelo k velkému boomu v oblasti dodávek čipů do datových center. Tržby v tomto odvětví mezi lety 2017 až 2018 rostly o 18 procent ročně a tvořily téměř poloviční podíl na celkových tržbách Intelu. V roce 2018 došlo k akvizici Mobileye, která přinesla další tržby v hodnotě 698 milionů dolarů. Třetím pozitivním faktorem u tržeb byl nad očekávání vysoký růst tržeb v rámci Client Computing Group businessu. Jako poslední je třeba také zmínit rozsáhlé úspory v oblasti Marketingových a administrativních nákladů, které v roce 2017 činily celkem 700 milionů dolarů. Všechny výše zmíněné faktory by tak měly ovlivňovat růst zisku pozitivním směrem, hodnota v roce 2017 tomuto ale neodpovídá.<sup>168</sup>

<sup>167</sup> Vlastní zpracování dle dat z quickfs.net

<sup>168</sup> Intel annual report 2018. Dostupné z: <https://www.intc.com/filings-reports/annual-reports###document-1597-0000050863-19-000007-2>.

Vysvětlení lze nalézt v amerických změnách zdaňování korporací. Zatímco v letech 2015 a 2016 a následně pak také v roce 2018 činila splatná daň z příjmů přibližně 2,5 miliard dolarů, v roce 2017 byl Intel v rámci změn v daňové metodice povinen vykázat daň z příjmů na úrovni 10 miliard dolarů, což samozřejmě nepříznivě ovlivnilo jeho hospodářský výsledek.<sup>169</sup>

Příčina tohoto skokového nárustu zisku tedy není dána účetními praktikami společnosti, ale legislativními požadavky, které musel Intel plnit. V tomto případě lze konstatovat, že nebyly shledány žádné důvody pro to, aby dosahovaný zisk nebyl dlouhodobě udržitelný. Přesto lze však vidět, že hodnota zisku ne úplně spolehlivě reflektuje situaci samotné firmy. Přestože ve sledovaných letech docházelo k růstu společnosti a jejich tržeb, dosahovaný zisk toto nijak nereflekoval. To opět potvrzuje teorii, že právě volné cash flow by mohlo být pro sledování vývoje společnosti vhodnějším ukazatelem.



**Graf 10: Vývoj volného cash flow (v mil. \$) a FCF na akcii společnosti Intel v letech 2017 až 2021<sup>170</sup>**

Jak lze z grafu volného cash flow vidět, tak jeho hodnota v čase setrvale roste a v období od roku 2017 do roku 2020 se jeho hodnota zdvojnásobila. Růst volného cash flow lze považovat také za růst hodnoty pro akcionáře, jelikož v případě potřeby by mohla být velká část těchto prostředků redistribuována mezi akcionáře firmy ve formě dividend či zpětných odkupů akcií. Navíc růst volného cash flow v čase plně reflektuje setrvalý

<sup>169</sup> Intel annual report 2018. Dostupné z: <https://www.intc.com/filings-reports/annual-reports###document-1597-0000050863-19-000007-2>.

<sup>170</sup> Vlastní zpracování dle dat z quickfs.net

nárůst tržeb, které v tomto období Intel zaznamenával. I zde lze však najít výjimku a tou je rok 2021, kdy došlo k výraznému poklesu volného cash flow.

Intel se v posledních letech díky způsobu výroby svých čipů dostal do potíží. Většina produktů má specifickou patentovanou architekturu, kterou sama společnost vyvíjí, a právě zpoždění při vývoji zapříčinily zpoždění při vydávání nových produktů na trh. To umožnilo konkurenci, aby získala mírnou technologickou výhodu a tím pádem po výkonové stránce produkty Intelu předběhla. Podobné problémy však firma neřeší poprvé a ke zpožděnému vydávání produktů docházelo v rámci životního cyklu firmy již v minulosti. V reakci na aktuální situaci vedení společnosti oznámilo tzv. plán „IDM 2.0“, který zahrnoval:

- investice do výstavby dvou nových továren v Arizoně v celkové hodnotě více než 20 miliard dolarů,
- investice ve výši 10 a půl milionu dolarů do vybavení stávajících továren v Rio Rancho, Novém Mexiku a Malaysii,
- zvýšení výdajů na výzkum a vývoj.<sup>171</sup>

Cílem těchto opatření by dle managementu mělo být zejména zabránění zpoždění při vývoji dalších produktů a zvýšení nabídky na trhu polovodičových čipů, což by mělo vést k postupnému útlumu současné čipové krize. Zároveň by následující opatření měla zajistit, že společnost opět bude akcionářům přinášet dlouhodobý růst hodnoty společnosti. (odhad je, že po pěti letech by mohl Intel dosáhnout opět růstu tržeb v pásmu 10 až 12 % ročně). Cenou za tento budoucí růst však budou krátkodobě zvýšené kapitálové výdaje, což má za následek úbytek volného cash flow.<sup>172</sup>

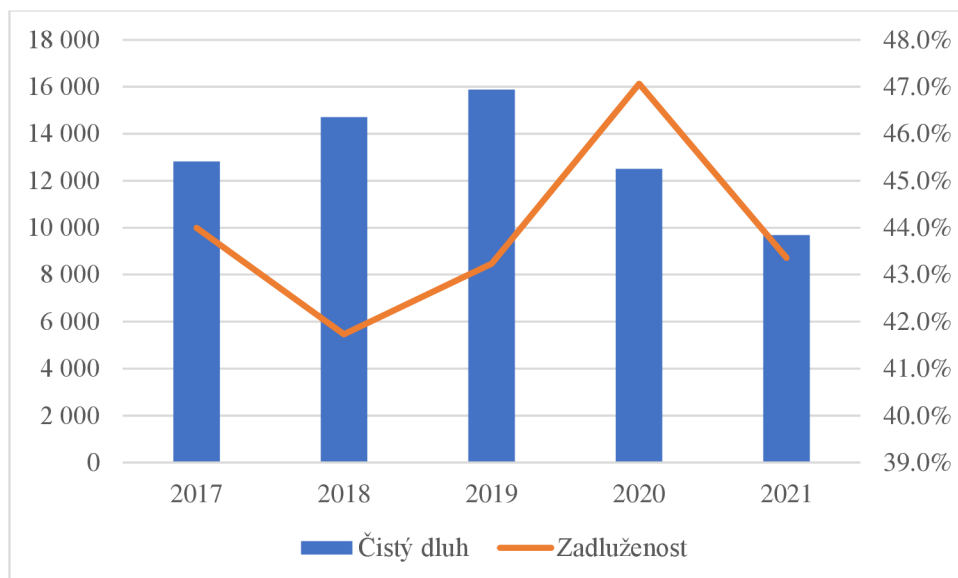
### **Analýza zadluženosti**

Pro sledování zadluženosti společnosti budou využity dva ukazatele, a to konkrétně čistý dluh a zadluženost. Ukazatel čistého dluhu zde bude použit místo dluhu nominálního a t z toho důvodu, že je očištěný o dostupné peníze a peněžní ekvivalenty, které by mohly být v případě potřeby využity k okamžitému splacení dluhů.

---

<sup>171</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>

<sup>172</sup> Intel 2021 Annual report. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>



**Graf 11: Vývoj čistého dluhu (v mil. \$) a zadluženosti u společnosti Intel v letech 2017 až 2021<sup>173</sup>**

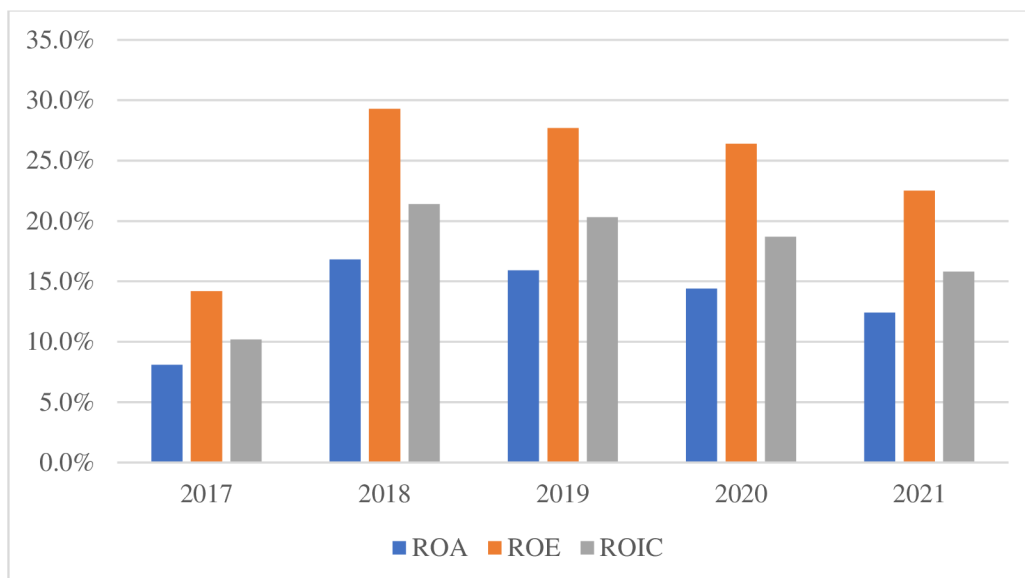
Z grafu lze vyčíst, že v letech 2017 až 2019 čistý dluh společnosti stoupal, zatímco v posledních letech měl spíše opačnou tendenci a jeho hodnota relativně prudce klesala. Není tomu tak z toho důvodu, že by nominální dluh společnosti klesal, ten naopak v rámci celého sledovaného období rostl. V období let 2020 a 2021 však došlo u společnosti Intel k výraznému nárůstu peněžních prostředků, které rostly výrazně rychleji než dluh samotný a právě proto došlo ke snižování čistého dluhu společnosti. Druhým sledovaným ukazatelem je ukazatel zadluženosti, který se ve sledovaném období pohyboval mezi 41 až 47 %, což lze také považovat za velmi příznivé hodnoty.

### **Rentabilita**

Vysoké úrovně rentabilit u společností jsou neklamnou známkou toho, že společnost disponuje oproti ostatním firmám v odvětví významnou konkurenční výhodou. Z tohoto důvodu se nabízí více než kdy jindy provést srovnání s ostatními firmami v odvětví. Porovnávána budou data z roku 2021 s posledními dostupnými hodnotami oborového mediánu, jež je získán z databáze gurufocus.com.

<sup>173</sup> Vlastní zpracování dle dat z quickfs.net





**Graf 12: Vývoj ukazatelů rentability společnosti Intel v letech 2017 až 2021<sup>174</sup>**

U rentability aktiv nalezená hodnota oborového mediánu činila 5,81, srovnáme-li tuto hodnotu s hodnotami ROA společnosti Intel, pak je možné zjistit, že Intel dosahoval v roce 2021 rentability aktiv ve výši 12,4 %, to znamená jeho rentabilita aktiv byla více než dvojnásobná. Dalším porovnávaným ukazatelem bude hodnota rentability vlastního kapitálu (ROE). V tomto případě činí oborový medián 10,22 %, přičemž Intel dosáhl opět na hodnotu více než dvakrát vyšší a to konkrétně 22,5 %. Třetím a posledním byl ukazatelem je výnosnost investovaného kapitálu (ROIC). Zjištěný oborový medián se nachází na úrovni 9,89 % a přestože společnosti Intel výnosnost investovaného kapitálu v posledních letech klesala, tak se pořád pohybuje na úrovni vyšší než 15 %, což je stále výrazně více než činí oborový medián.<sup>175</sup>

### **Dividendy a dividendová politika**

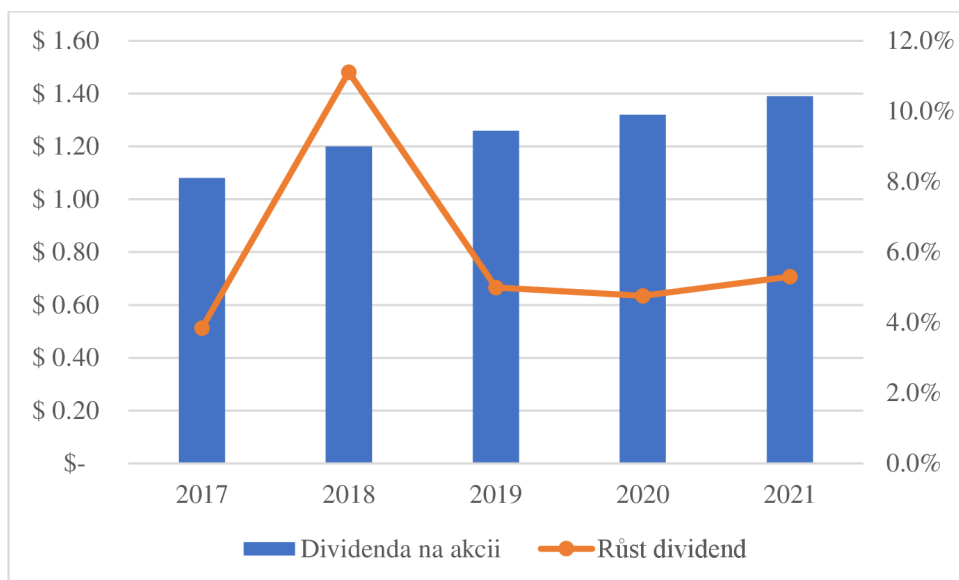
Historie vyplácení dividend u společnosti Intel je již velmi dlouhá. Společnost začala vyplácet dividendy již v roce 1992. V té době se však nejednalo o pravidelné stabilní výplaty. Stabilně vyplácet a rok od roku navyšovat vyplácenou dividendu začala společnost až kolem roku 2003, kdy z původní úrovně dividendy 0,08 dolarů ročně na akcii se dividendová výplata vyšplhala až na 1,39 dolarů na akcii v roce 2021.

<sup>174</sup> Vlastní zpracování dle dat z quickfs.net

<sup>175</sup> Intel Corp (INTC). Dostupné z:

<https://www.gurufocus.com/stock/INTC/summary?search=intc#financials>.

To znamená celých 19 let nepřerušného zvyšování a výplat dividend. Stejný trend naznačuje také následující graf popisující vývoj dividendy v letech 2017 až 2021. ve všech sledovaných letech docházelo k nárstu dividendy na akcii. Nejvyšší růst byl zaznamenán v roce 2018, kdy dividenda vzrostla o více než 10 %, průměrný meziroční nárůst dividendy se však pohyboval kolem hranice pěti procent.



**Graf 13: Vývoj dividend u společnosti Intel v letech 2017 až 2021<sup>176</sup>**

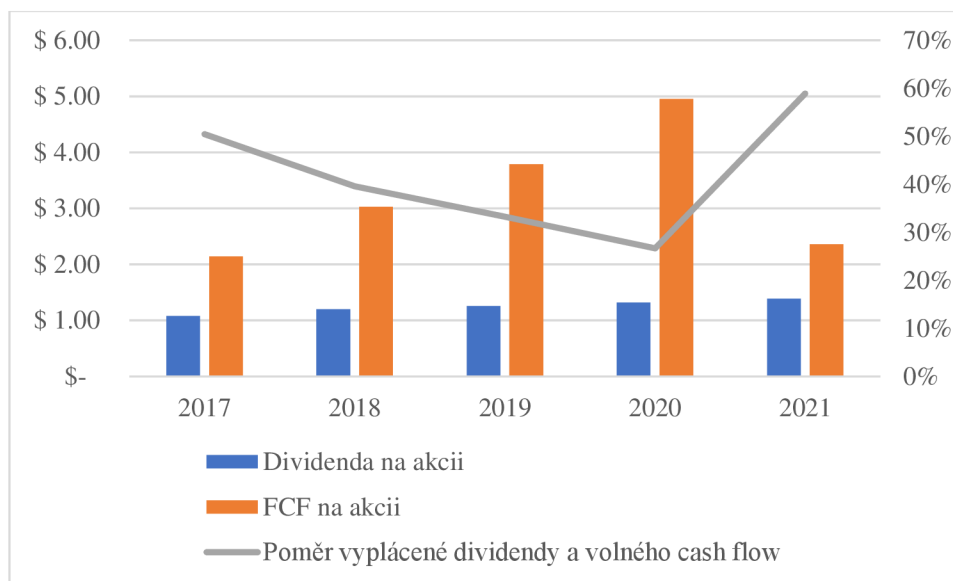
Proč je výše dividendy a její růst důležitý? Investiční strategie některých investorů bývají totiž někdy přímo orientovány na výběr takových společností, které po dlouhý čas nepřetržitě vyplácejí a zvyšují své dividendy. Takové společnosti, které zvyšují své dividendy nepřetržitě po více než 25 let jsou nazývány souslovím „dividendoví aristokraté“.<sup>177</sup> Intel této mety ještě nedosáhl, avšak není od jejího dosažení daleko. V případě, že by Intel v dalších letech splňoval podmínky a stal by se jedním z těchto aristokratů, pak by to znamenalo zvýšení zájmu o jeho akcie jak ze strany vybraných investičních fondů, tak ze strany retailových investorů a zvýšení poptávky po akciích, má obvykle v tržním prostředí za následek zvýšení jejich ceny.

Mimo samotného růstu dividend je však nutné sledovat také to, zdali společnost bude schopna ze svých generovaných příjmů hradit akcionářům dividendu i v následujících letech a zdali je současná výše dividend dlouhodobě udržitelná. K tomu bude použit

<sup>176</sup> Vlastní zpracování dle dat z quickfs.net

<sup>177</sup> PĚNKAVA, Dominik a Vencel JIŘÍ. Dividendoví aristokraté a králové. Dostupné z: <https://finex.cz/akcie-dividendovi-kralove-dividendovi-aristokrate/>

poměrový ukazatel srovnávající výši dosažené dividendy na akcii a částku generovaného volného cash flow na akcii.



**Graf 14: Poměr vypláčené dividend a FCF na akcii v letech 2017 až 2021**

Jak lze z grafu vyčíst, v letech 2017 až 2020, kdy generované volné cash flow výrazně rostlo, snižoval se také poměr mezi vypláčenou dividendou a volným cash flow. Z původních 50 % se snížil na méně než 30 %. V posledním roce, kdy došlo k relativně velkému zvýšení kapitálových výdajů, tento poměr začal atakovat hranici 60 %. To však stále není nikterak znepokojující a lze tedy říci, že stále existuje dostatečný prostor pro to, aby společnost v následujících letech mohla svou dividendu zvyšovat. Současná úroveň vypláčené dividendy se jeví jako velmi dobře dlouhodobě udržitelná.

#### 2.4.5 Vyhodnocení analýzy

Společnost Intel staví své podnikání primárně na dvou segmentech trhu a těmi jsou Client Computing a Data Center Group. Má i další segmenty v rámci nichž se chce na trhu prosazovat, ale ty v současnosti netvoří výrazný podíl na tržbách společnosti.

Největší potenciál k rozvoji vidí firma v poskytování výrobků pro cloudová úložiště v rámci segmentu Data Center Group. Výhodou pro Intel může jistě být jistě to, že relativně nedávno dosazený CEO má právě s tímto segmentem trhu bohaté zkušenosti.

Hlavní konkurenční výhodou Intelu tvoří síla jejich vlastní značky a také zaměření na výzkum a vývoj výrobků ve vlastních vývojových střediscích. Bohužel, právě kvůli tomu, že provádí téměř veškerý výzkum a vývoj výrobků ve vlastní režii, tak

se společnost dostala do problémů s vydáváním nových výrobků na trh, čímž umožnila konkurenci aby pro sebe získala část tržního podílu. Není to však poprvé v rámci jejich dlouhé historie, kdy se Intel s takovými problémy musel potýkat.

Vedení společnosti se rozhodlo problémy řešit navýšením prostředků v rámci výzkumu a vývoje a zároveň výstavbou nových továren, které by měli pomoci také s řešením dlouhodobé krize s nedostatkem čipů na globálním trhu. Tyto investice budou mít negativní dopad na budoucí hodnoty generované volné hotovosti, avšak ani tak by neměla být ohrožena stabilní výplata dividendy akcionářům.

Krátkodobě lze tedy najít poměrně velké množství důvodů, proč by měly být akcie Intelu relativně levné, dlouhodobě je však nutné ocenit to, že vedení společnosti chápe situaci v jaké se Intel nachází a snaží se situaci postupnými kroky řešit. Pro investory, kteří chápou výše zmíněná rizika a jejich případný dopad na návratnost jejich investice může být investice do akcií Intelu za výhodnou cenu tou správnou volbou.

## **2.5 Stanovení hodnoty akcie**

Vzhledem k tomu, že významná část analytické části je věnována tomu, jak dobře je hodnota volného cash flow schopná predikovat budoucí výkonnost akcie je jasné, že pro výpočet a stanovení hodnoty dané akcie bude využívána právě metoda výpočtu na bázi diskontovaného volného cash flow. Každý oceňovací model má své silné a slabé stránky a ani u výpočtu diskontovaného cash flow tomu není jinak. Samotná hodnota, která z modelu vyplyne bude vysoce závislá na vstupních hodnotách, které budou při výpočtu použity a tedy vypovídací schopnost daného modelu bude tedy výrazně záviset na:

- schopnosti relativně přesně určit hodnoty volného cash flow v jednotlivých obdobích,
- použité diskontní sazbě,
- budoucí hodnotě ukazatele P/FCF.

### **2.5.1 Stanovení scénářů vývoje**

Tato část bude věnována stanovení scénářů budoucího vývoje na základě informací zjištěných v rámci fundamentální analýzy společnosti. Stanovení možných scénářů je důležité jelikož pokud investor nebude schopen alespoň rámcově určit budoucí vývoj

analyzované společnosti nebude ani nikdy schopen určit samotnou vnitřní hodnotu akcie. Celkově budou stanoveny tři možné scénáře vývoje s tím, že u každého bude popsáno, jaký vývoj budoucích událostí předpokládá.

### **Optimistický scénář**

Na trhu bude nadále trvat krizové období s nedostatkem polovodičových čipů. To bude mít za následek neustálé navyšování cen těchto součástek. Nejbližší datum, kdy by mohl být nedostatek čipů vyřešen je dle vyjádření CEO Intelu rok 2023. Nedostatek čipů na trhu by měl být hlavní hnací silou růstu FCF v budoucích letech. Dále byl představen plán investic do výzkumu, vývoje a výstavby nových výrobních zařízení, jenž začal být realizován už v roce 2021. Realizace tohoto plánu měla za následek výrazné zvýšení kapitálových výdajů a tím i snížení volného cash flow. V roce 2021 činily tyto výdaje přibližně 7,4 miliardy a v rámci optimistického scénáře bude kalkulováno s tím, že tyto výdaje se nebudou zvyšovat, resp. jejich případné zvýšení bude pokryto z rostoucího provozního CF. Výstavba a renovace výrobních závodů my měla podle plánů Intelu trvat do roku 2025, kdy se znovu začnou zvýšené kapitálové výdaje stabilizovat. Optimistický scénář také počítá s tím, že provedené investice budou úspěšné, Intelu se povede opět představit produkty, které budou výrazně výkonnější než konkurenční a tím pádem začne opět zvyšovat svůj podíl v hlavních segmentech trhu.

### **Realistické scénáře (pozitivní i negativní)**

Realistické scénáře budou založené na tom, že v období realizace investičního plánu bude docházet jen k minimálnímu růstu FCF. Přestože bude na trhu krize s nedostatkem čipů, většinu těchto dodatečných příjmů Intel využije k realizaci investičních záměrů. Realistické scénáře počítají také s případným navýšením plánovaných kapitálových výdajů. Investice, které Intel v rámci let 2021 až 2025 realizuje budou mít pozitivní dopad na jeho produkty, avšak ne tak pozitivní jak bylo původně očekáváno a dojde spíše ke stabilizaci a udržení současného tržního podílu nežli k jeho výraznému navýšení.

### **Pesimistický scénář**

Pesimistický scénář bude výrazně zohledňovat možné problémy, kterým Intel může čelit. Investiční plán bude realizován, avšak v rámci jeho realizace dojde k výraznému navýšení předpokládaných nákladů nebo dojde ke zpoždění v jeho realizaci. Zároveň v pesimistickém scénáři je třeba uvažovat s tím, že tyto investice nebudou mít vůbec

kýžený efekt a konkurence bude nabízet výrazně lepší produkty než Intel. To bude mít za následek postupnou a trvalou ztrátu tržního podílu.

### 2.5.2 Hodnota akcií Intel

Má-li investor stanovené jednotlivé scénáře vývoje společnosti, je následně možné přistoupit k samotnému výpočtu vnitřní hodnoty akcie. Na základě analýzy a předpokladů vývoje v rámci jednotlivých scénářů byly stanoveny hodnoty růstu volného cash flow v prvním až pátém roce a následně také v šestém až desátém roce.

Hodnoty růstu v jednotlivých obdobích byly voleny poměrně konzervativně s ohledem na to, že dle dat z databáze gurufocus.com Intel zaznamenal v posledních 10 letech růst volného cash flow přibližně o 12 % ročně, kdežto v uvažovaných scénářích je nejvyšší očekávaný růst cash flow pouze 8 %.<sup>178</sup>

Jako diskontní sazba u všech scénářů byla zvolena hranice 10 %, která přibližně představuje dlouhodobou výnosnost společnosti s vysokou tržní kapitalizací obchodovaných na amerického akciovém trhu.<sup>179</sup> Cílem aktivního investora by totiž mělo být právě tuto hranici pokořit. Pokud by se mu to nepodařilo, pak by pro něj bylo výhodnější raději své peníze investovat do některého z produktů určených pro pasivní investování jako například podílových nebo burzovně obchodovaných fondů. Zároveň nevyužije-li těchto produktů, které mají za úkol v mnohých případech pouze kopírovat výnosnost určitého trhu, pak investorovi vznikají náklady obětované příležitosti, které musí svým aktivním přístupem k investování překonat.

Posledním, avšak neméně důležitým prvkem u všech scénářů bylo stanovení toho kolem jaké hranice se bude v rámci zvoleného období pohybovat ukazatel P/FCF. To umožní investorovi určitým způsobem predikovat vývoj ceny akcie v jednotlivých letech. Medián hodnoty ukazatele P/FCF se u společnosti Intel pohyboval na úrovni 14 a právě podle této hranice byly stanoveny u jednotlivých scénářů budoucí předpokládané hodnoty P/FCF.

---

<sup>178</sup> Intel Corp (INTC). Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/stock/INTC/summary?search=intc#financials>.

<sup>179</sup> Average long-term return on stocks. Dostupné z: <https://seekingalpha.com/article/4041868-really-long-term-return-on-stocks>.

**Tabulka 17: Stanovené parametry pro výpočet vnitřní hodnoty akcie<sup>180</sup>**

	<b>Optimistický</b>	<b>Realistický (+)</b>	<b>Realistický (-)</b>	<b>Pesimistický</b>
<b>Růst v letech 1 až 5</b>	6 %	4 %	4 %	2 %
<b>Růst v letech 6 až 10</b>	8 %	6 %	4 %	2 %
<b>Diskontní sazba</b>	10 %	10 %	10 %	10 %
<b>Budoucí P/FCF</b>	16	14	12	10

Nyní jsou již známy všechny potřebné parametry pro provedení výpočtu vnitřní hodnoty akcií Intelu. U všech čtyř kalkulovaných scénářů bude výchozí hodnotou pro predikci dosahovaného volného cash flow hodnota 4,3 dolarů na akcií. Tato hodnota byla stanovena jako průměr dosahovaného zisku na akcií z let 2019 až 2021.

Zároveň je třeba si všimnout toho, že v kalkulaci současné hodnoty se vyskytují dvojí hodnoty FCF. Hodnoty FCF Intel, vyjadřující celkovou sumu dosahovaného volného cash flow před tím nežli budou uskutečněny plánované investiční náklady naopak hodnota FCF akcionářů již odráží situaci, kdy byly tyto investiční náklady uskutečněny. Rozdělení je důležité z toho důvodu, že investované prostředky již nemohou být dále použity k odměňování akcionářů v podobě dividend či zpětných odkupů akcií a tak je nelze započítávat do hodnoty, kterou by akcionáři z držení daných akcií získaly, přesto je však nutné tyto peněžní toky započítávat do ceny akcie jelikož jsou stále součástí společnosti.

**Tabulka 18: Výpočet hodnoty akcie pro optimistický scénář vývoje<sup>181</sup>**

	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>	<b>2031</b>	<b>Cena 2031</b>
<b>FCF Intel</b>	4.56	4.83	5.12	5.43	5.75	6.21	6.71	7.25	7.83	8.46	
<b>FCF akcionáři</b>	2.56	2.83	3.12	3.43	3.75	4.21	4.71	5.25	5.83	6.46	
<b>Souč. hodnota</b>	2.33	2.34	2.35	2.34	3.57	3.51	3.44	3.38	3.32	3.26	52.16
<b>Cena</b>	<b>72.93</b>	<b>77.30</b>	<b>81.94</b>	<b>86.86</b>	<b>92.07</b>	<b>99.44</b>	<b>107.39</b>	<b>115.98</b>	<b>125.26</b>	<b>135.28</b>	
<b>Hodnota</b>	<b>81.99\$</b>										

Jako první byl kalkulován vývoj v rámci optimistického scénáře. Akcionáři by při takovémto vývoji byli bohatě odměněni. Z původní úrovně FCF 4,56 by se v průběhu budoucích deseti let společnost Intel dostala na téměř dvojnásobnou hodnotu a v roce 2031 by už předpokládané cash flow, které firma vygeneruje bylo 8,46 dolarů na akcií.

<sup>180</sup> Vlastní zpracování

<sup>181</sup> Vlastní zpracování

Pozitivní vývoj by reflektovala i samotná cena akcie, která by se pohybovala na relativně vysokých úrovních a z původního maxima 72 dolarů by se mohla v roce 2031 vyšplhat až na 135 dolarů. Současná hodnota akcie v případě naplnění optimistického scénáře byla stanovena na 81,99 dolarů za akcii.

**Tabulka 19: Výpočet hodnoty akcie pro realistický (pozitivní) scénář vývoje<sup>182</sup>**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Cena 2031
<b>FCF Intel</b>	4.47	4.65	4.84	5.03	5.23	5.55	5.88	6.23	6.60	7.00	
<b>FCF akcionáři</b>	2.47	2.65	2.84	3.03	3.23	3.55	3.88	4.23	4.60	5.00	
<b>Souč. hodnota</b>	2.25	2.19	2.13	2.07	2.25	2.33	2.32	2.91	2.80	2.70	37.79
<b>Cena</b>	<b>62.61</b>	<b>65.11</b>	<b>67.72</b>	<b>70.43</b>	<b>73.24</b>	<b>77.64</b>	<b>82.30</b>	<b>87.23</b>	<b>92.47</b>	<b>98.01</b>	
<b>Hodnota akcie</b>	<b>64.23\$</b>										

Následuje kalkulace pozitivního realistického scénáře. Jak lze vidět tento scénář se od předchozího liší zejména v míře růstu, která byla na počáteční hodnotu FCF aplikována. To by mělo reflektovat to, že se společnosti investice vyplatily, avšak jejich efekt nebyl tak pozitivní, jako v případě optimistického scénáře. Pozitivní realistický scénář počítá s tím že v rámci kalkulovaného období dojde k růstu FCF z hodnoty 4,47 v roce 2022 až na konečnou hodnotu 7,00 dolarů na akcii v roce 2031. Vývoj cash flow následně také ovlivňuje tržní cenu akcie, která by se měla v rámci tohoto scénáře postupně pohybovat v intervalu od 62 dolarů až do 98 dolarů. Stanovená vnitřní hodnota akcie Intel byla 64,23 dolarů.

**Tabulka 20: Výpočet hodnoty akcie pro realistický (negativní) scénář vývoje<sup>183</sup>**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Cena 2031
<b>FCF Intel</b>	4.47	4.65	4.84	5.03	5.23	5.44	5.66	5.88	6.12	6.37	
<b>FCF akcionáři</b>	2.47	2.65	2.84	3.03	3.23	3.55	3.88	4.23	4.60	5.00	
<b>Souč. hodnota</b>	2.25	2.19	2.13	2.07	2.01	2.13	2.32	2.91	2.80	2.70	29.45
<b>Cena</b>	<b>53.66</b>	<b>55.81</b>	<b>58.04</b>	<b>60.36</b>	<b>62.78</b>	<b>65.29</b>	<b>67.90</b>	<b>70.62</b>	<b>73.44</b>	<b>76.38</b>	
<b>Hodnota</b>	<b>54.65\$</b>										

Třetím je negativní realistický scénář vývoje. Hlavní změnou oproti pozitivnímu realistickému scénáři je to, že pro akcionáře bylo o rok prodlouženo období, kdy Intel

<sup>182</sup> Vlastní zpracování

<sup>183</sup> Vlastní zpracování



využíval FCF k reinvesticím. Toto prodloužení by mělo reflektovat to, že může v průběhu období najít neočekávanému navýšení nákladů, či možnému prodloužení plánovaného programu investic. FCF generované společností Intel vykazuje dále nižší míru růstu a z původní úrovně 4,47 dojde k jeho navýšení pouze na 6,37 dolarů na akcii. Hodnota firemních akcií stanovená podle tohoto scénáře je 54,65 dolarů.

**Tabulka 21: Výpočet hodnoty akcie pro pesimistický scénář vývoje<sup>184</sup>**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Cena 2031
<b>FCF Intel</b>	4.39	4.47	4.56	4.65	4.75	4.84	4.94	5.04	5.14	5.24	
<b>FCF akcionáři</b>	2.39	2.47	2.56	2.65	2.75	2.84	2.94	3.04	3.14	3.24	
<b>Souč. hodnota</b>	2.17	2.04	1.93	1.81	1.71	2.73	2.53	2.35	2.18	2.02	20.21
<b>Cena</b>	<b>43.86</b>	<b>44.74</b>	<b>45.63</b>	<b>46.54</b>	<b>47.48</b>	<b>48.42</b>	<b>49.39</b>	<b>50.38</b>	<b>51.39</b>	<b>52.42</b>	
<b>Hodnota</b>	<b>41.69\$</b>										

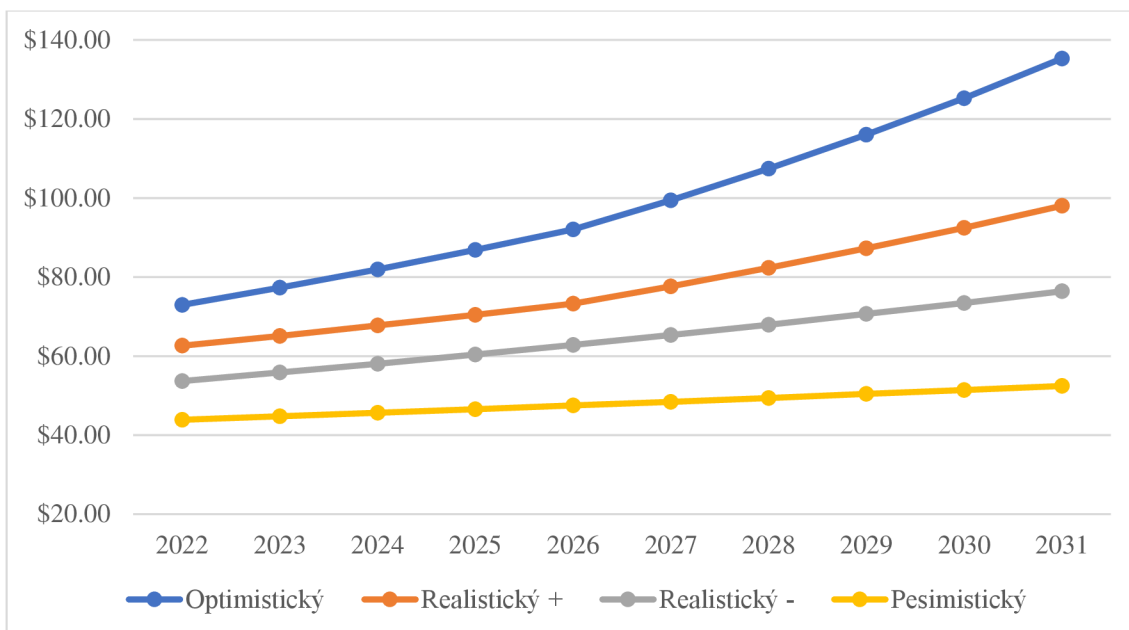
Poslední nejpesimističtější scénář počítá s tím, že se nepovede „téměř nic“. Bude nutné vynaložit dodatečné investiční náklady, investice nebudou mít požadovaný efekt a Intel začne pomalu postupně ztrácet tržní podíl. Nenechte se zmást tím, že firma v tomto scénáři pořád dosahovala mírného růstu FCF! Tento růst nebyl tažen ziskem tržního podílu na vrub konkurence, ale pouze růstem samotného odvětví, které v budoucnu bude jednoznačně hrát významnou roli. V rámci tohoto scénáře došlo jen k mírnému růstu FCF, které firma generuje a to z hodnoty 4,39 dolarů na akcii v roce 2022 na pouhých 5,24 dolarů v roce 2031. Přes všechny negativní předpoklady však hodnota akcií na základě čisté současné hodnoty vychází 41,69 dolarů.

### **2.5.3 Predikce vývoje akcií v jednotlivých letech**

Na základě provedených propočtů cash flow dosahovaného v jednotlivých letech jednotlivých letech lze také sestavit velmi jednoduchou predikci toho, jakým způsobem by se měla v případě racionálního ocenění investory pohybovat cena akcií Intelu. Ta poskytne investorům lepší náhled na to, jakým způsobem se může jejich investice v případě naplnění jednotlivých scénářů vyvíjet.

---

<sup>184</sup> Vlastní zpracování



**Graf 15: Predikce vývoje ceny akcií společnosti Intel v letech 2022 až 2031 pro jednotlivé scénáře vývoje<sup>185</sup>**

Dle této predikce by se měla v roce 2022 cena akcie Intel pohybovat v rozmezí od 43,89 dolarů na akcii až do 72,93 dolarů za akcii. Srovnáním těchto hodnot s reálným oceněním akcií Intel v prvních měsících roku 2022 pak lze zjistit, že se akcie opravdu pohybovaly v daném rozmezí. Konkrétně dle macrotrends.net jimi maximálně dosažená cena byla zatím na úrovni 55,91 dolarů za akcii a minimální cena za kterou se v tomto kalendářním roce akcie Intelu obchodovaly byla 44,40 dolarů za akcii. To znamená, že na trhu převládá pesimistický sentiment a investoři očekávají, že vývoj hodnoty akcií společnosti Intel bude odpovídat spíše nastíněnému pesimistickému scénáři.

<sup>185</sup> Vlastní zpracování

## **3 NÁVRHOVÁ ČÁST PRÁCE**

V rámci návrhové části budou nejprve popsána některá specifika, která by retailoví investoři měli při sestavování vlastního investičního portfolia zohledňovat. V další části bude následovat sumarizace postupu nastíněného v analytické části práce do jednoho komplexního výstupu, tak aby mohl být naplněn hlavní cíl diplomové práce. Součástí návrhové části bude také poslední fáze výběru akcií do investičního portfolia a tím je samotné investiční rozhodnutí a to jaké výhody navrhovaný postup investičního rozhodování investorům nabízí v případě, že se rozhodnou aktivně spravovat své akciové investiční portfolio.

### **3.1 Specifika sestavování investičního portfolia u retailových investorů**

Samotné sestavování portfolia u retailových investorů bude podléhat určitým specifickým na která je potřeba nezapomínat.

#### **3.1.1 Výběr brokera**

Prvním z těchto specifík bude výběr správného brokera, který umožní retailovým investorům nákup těch investičních instrumentů, které budou chtít v rámci své investiční strategie využívat za přijatelných podmínek. Mezi základní parametry, které by měli retailoví investoři sledovat patří zejména:

- způsob regulace daného subjektu,
- způsob nakládání se svěřenými clientskými prostředky,
- produkty a trhy, které lze přes daného brokera obchodovat,
- poplatková struktura.

První dva zmíněné body jsou jakýmsi základem, který by měli investoři při výběru brokera vždy a bezpodmínečně zkontrolovat. Za relativně důvěryhodné subjekty by měly být považovány pouze takové subjekty, které jsou regulovány některou z centrálních bank v rámci EU či případně EHP. Klienti by si zároveň měli hlídat také to, jakým způsobem broker hospodaří s jimi svěřenými finančními prostředky. Důvěryhodní brokeři mají povinnost striktně oddělovat prostředky klientů a prostředky na vlastní hospodaření a právě z tohoto důvodu je důležitý výběr brokera, který je pod dohledem důvěryhodného regulátora, jenž by měl dodržování tohoto pravidla zajistit.

Dalším kritériem pro výběr brokera by mělo být to, jaké investiční nástroje svým klientům nabízí. U akcií amerického akciového trhu se pravděpodobně nevyskytne problém, pokud však chtějí investoři své investiční portfolio více geograficky diverzifikovat a část portfolio alokovat například do exotických rychle se rozvíjejících asijských akciových trhů, pak již problém nastat může.

Posledním a neméně důležitým kritériem které bude v rámci této části zmíněno bude poplatková struktura u jednotlivých brokerů. V případě, že investor platí za nákup a správu investičních produktů až příliš vysoké poplatky, pak to může mít na jeho portfolio zcela devastující vliv.

### **3.1.2 Diverzifikace a minimální a maximální velikost pozice v portfolio**

Dále je třeba věnovat se tomu, jakým způsobem by retailoví investoři měli přistupovat k riziku a diverzifikaci v rámci portfolio. Na tom jakým způsobem by investoři měli k diverzifikaci přistupovat nepanuje shoda ani v odborných kruzích, jak lze zjistit například v článku publikovaném Azrou Ziamovicem a kol., kteří analyzovali více než 100 publikovaných výzkumných dokumentů na téma diverzifikace a přišli k závěru, že optimální číslo akcií v portfolio reálně nejde identifikovat, jelikož výběr správného počtu akcií do portfolio je závislý na velkém množství rozličných faktorů.<sup>186</sup>

Pokud by měl v rámci této diplomové práce zaznít návrh jakým způsobem by měli k diverzifikaci retailoví investoři přistupovat pak navrhuji investory rozdělit do dvou základních skupin:

- investoři jejichž hodnota portfolio je nižší než 1 000 000 Kč,
- investoři jejichž hodnota portfolio je vyšší než 1 000 000 Kč.

Celý postup představený v rámci analytické části byl založen na tom, že v rámci fundamentální analýzy soustředí investoři vlastní pozornost z velké části analýze samotné akcie. Pokud bude riziko chápáno tak, jak bylo definováno v teoretické části práce, tedy jako možnost trvalé ztráty kapitálu, pak již to, že investoři detailně zmapují danou akcií jim poskytne výraznou ochranu před rizikem. Zároveň je třeba si uvědomit, že v největší síla diverzifikace spočívá v rozdělení portfolio mezi jednotlivé třídy aktiv.

---

<sup>186</sup> How Many Stocks Are Sufficient for Equity Portfolio Diversification?. Dostupné z: <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/11/551/pdf?version=1636979664>.

Pokud uvažujeme pouze akciové portfolio pak nemá smysl do portfolio zařazovat více než dvacet akciových titulů, jelikož zařazení vyššího počtu akcií do portfolio investorům stejně nepřinese kýžený efekt.

Proto u investorů s hodnotou portfolio nižší než 1 000 000Kč navrhuji využívat výhod nižší diverzifikace a sestavovat opravdu vysoce koncentrované portfolio v rámci něhož bude zastoupeno přibližně 5 až 10 akciových titulů. Pokud minimální počet akcií v portfolio bude 5, pak je tedy jasné, že maximální míra alokace do jedné akciové pozice by měla být maximálně 20 %. Zároveň je třeba dbát na to, aby vývoje jednotlivých akciových titulů nebyly vysoce korelovány, čili mělo by se jednat o akcie z různých hospodářských odvětví.

Mezi výhody takto koncentrovaného portfolio lze jednoznačně zařadit to, že v rámci obhospodařování portfolio nebude příliš vysoká výše transakčních poplatků. Zároveň hlavním cílem investorů s nižší hodnotou by měla být akumulace dostatečného množství kapitálu, tak aby se pokud možno v co nejkratší době dostali s hodnotou portfolio nad 1 000 000 Kč, což by jim umožnilo lépe s portfolio pracovat. A právě v dosažení vyššího výnosu jim může vyšší koncentrace portfolio pomoci. Poslední výhodou koncentrovaného portfolio, která bude zmíněna je nižší časová náročnost a naopak možnost lepší a detailnější analýzy jednotlivých akciových titulů zařazených v rámci portfolio.

Nevýhoda vysoce koncentrovaného akciového portfolio jednoznačně spočívá v tom, že pokud dojde k nepříznivému vývoji a jedna z akcií by zaznamenala významnou ztrátu, pak by tato ztráta tvořila velkou část výnosů celého portfolio. Na druhou stranu, pokud se investoři budou držet navrhovaného systému a budou provádět opravdu podrobnou analýzu jednotlivých akciových titulů, pak je riziko špatného výběru relativně limitované. A i přesto kdyby investoři při výběru akcií udělali chybu, pak by je tato chyba v absolutním vyjádření stála relativně málo ve srovnání s tím, kdyby podobnou chybu udělali investoři s vyšší hodnotou portfolio. Ztráty v případě nízké hodnoty portfolio lze tedy relativně rychle zacelit přidáním dalšího kapitálu do portfolio.

U investorů s vyšší hodnotou portfolio by naopak každá chyba mohla znamenat opravdu vysoké ztráty, které by už nebyly tak jednoduše nahraditelné. V souladu s tím tedy navrhuji, aby investoři s hodnotou portfolio využívali jak výhod relativní koncentrace tak také výhod vyšší diverzifikace. Optimální počet akciových titulů v portfolio považuji

za 10 až 20 přičemž omezení % omezení jak v rámci odvětví tak v rámci jedné akciové pozice bych zanechal stejné čili maximálně 20 % hodnoty portfolia.

### **3.2 Kritéria a postup výběru akcií do investičního portfolia**

Postup výběru akcií u retailových investorů byl v rámci teoretické části práce rozčleněn do čtyř samostatných fází:

- hodnotový screening akcií,
- fundamentální analýza akcií,
- stanovení vnitřní hodnoty akcie,
- investiční rozhodnutí.

Jedním z parciálních cílů práce bylo navržení kritérií, pro hodnotový screening akcií. Na základě provedeného výzkumu na akciích z indexu DJIA, analýzy strategií vybraných hodnotových investorů a v souladu s možnostmi, které jednotlivé screeningové databáze nabízejí byl stanoven následující soubor podmínek, které by měly akcie splňovat pro to, aby mohlo být uvažováno o jejich zařazení do portfolia:

- minimální tržní kapitalizace akciové společnosti musí být vyšší než 2 miliardy dolarů,
- hodnota P/FCF nesmí být vyšší než 25,
- cena akcie se nenachází výše než 10 % nad úroveň 52týdenního minima,
- minimální rentabilita investic je 10 %,
- hodnota ukazatele P/E je vyšší než 0 neboli společnost je zisková,
- poměr dluhu a vlastního kapitálu je nižší než 1,
- tržby společnosti nejsou klesající.

Po provedeném screeningu akcií by měla následovat fundamentální analýza, která je tvořena třemi částmi a to globální analýzou, odvětvovou analýzou a analýzou jednotlivých akciových titulů. Vzhledem k náročnosti provádění kompletní globální a odvětvové analýzy byl retailovým investorům navržen alternativní zjednodušený postup, jakým mohou ke globální a odvětvové analýze přistupovat.

Globální analýza byla omezena na analýzu dluhového cyklu, v rámci níž mají investoři zjistit, ve kterém ze čtyř možných kvadrantů se ekonomika v současné době nachází, případně do kterého v blízké době směřuje. V každém z těchto kvadrantů jsou jasně

definována taková aktiva, která by v daných ekonomických podmínkách měla performovat nejlépe. Na globální analýzu bude úzce navázána také analýza odvětvová. Ta se zejména za pomoci identifikace konkurenčního postavení firem v tržním prostředí a analýzy současných trendů snaží vybrat takové akcie, jejichž výkonnost bude právě těmito trendy v odvětví pozitivně ovlivněna.

Po provedení globální a odvětvové analýzy by měli být investoři schopni z akcí vybraných pomocí screeningových kritérií vyřadit takové, které se za současných ekonomických podmínek nedají z hlediska globální a odvětvové analýzy nezdají býti vhodnou investicí a zároveň ze zbylých určit takové akcie, které stojí za to podrobit detailní akciové analýze.

Poslední fází fundamentální analýzy a pro retailové investory jednou z nejdůležitějších je analýza samotné akcie. Tato fáze byla v analytické části práce prakticky aplikována na příkladu akcí společnosti Intel. Základem pro pochopení fungování jakékoliv společnosti je znalost jejich business modelu a toho, jak daná firma vydělává. Je nutné zjistit v jakých segmentech trhu se společnost angažuje, jaká jsou specifika daných segmentů a také jejich možný vliv na budoucí růst společnosti. Dalším krokem pro pochopení fungování společnosti je odhalení potenciálních zdrojů konkurenční výhody. Pokud analyzovaná firma nedisponuje trvale udržitelnou konkurenční výhodou, potom pro potřeby strategie dlouhodobého investování není vhodná. Povede-li se investorovi najít takovou společnost u které vidí dlouhodobou konkurenční výhodu, pak je nutné zaměřit se na management, jelikož i ta nejlepší akcie se může pod vlivem špatného managementu stát pouze průměrnou investicí. A závěr fundamentální analýzy akcie by měl patřit zejména analýze jednotlivých finančních ukazatelů a jejich vývoje.

Po provedení fundamentální analýzy by měl být investor schopen detailně popsat fungování akciové společnosti, neměl by být problém identifikovat silné a slabé stránky společnosti, případně také příležitosti a hrozby, které mohou přicházet. Na základě takovýchto znalostí by měl být schopen stanovit několik scénářů možného vývoje (optimistický, realistický pozitivní, realistický negativní, pesimistický). Takto vypracované scénáře budou sloužit jako základ pro kalkulaci hodnoty akcie.

Investoři obvykle stanovují hodnotu akcie jako jedno konkrétní číslo s kterým dále pracují. Cena akcie se však vždy odvíjí od událostí, které se na trhu nastanou. Pakliže by tedy byla hodnota akcie stanovena jakožto jediné číslo, jak může v tom případě

zohledňovat budoucí možný tržní vývoj dané akcie? Z tohoto důvodu za lepší způsob práce s hodnotou akcie považují to, aby retailoví investoři vnímali hodnotu nikoli jako jedno konkrétní číslo nýbrž jako interval v rámci něž by se měla cena akcie v budoucnu pohybovat. Tyto intervaly by měli přesně odrážet investorem stanovené scénáře budoucího vývoje. Je totiž jasné, že pokud bude vše v pořádku a bude se plnit optimistický scénář, cena akcie díky sentimentu na trhu bude výrazně vyšší než v případě, kdy by se začal plnit scénář pesimistický.

### **3.3 Investiční rozhodnutí**

Všechny dříve popsané kroky by měly vést k jednoznačnému cíli a to, aby investor na základě zjištěných informací provedl správné investiční rozhodnutí, které by mu umožnilo dosáhnout jím zamýšlených investičních cílů. Na první pohled by se tedy mohlo zdát, že tato kapitola pojednává pouze o tom, jakým způsobem by měli investoři postupovat při nákupu akcie (zdali je její cena dostatečně nízká nebo je akcie dostatečně kvalitní, aby splňovala všechny investorovi požadavky a zapadala svým rizikovým profilem do vybrané investiční strategie) To však není pravdou, protože podstatnou součástí a někdy pravděpodobně mnohem důležitější bude rozhodnutí kdy nakoupené akcie prodat. Tato část bude tedy věnována jak nákupu, tak i následnému prodeji nakoupených akcií.

Samotné rozhodnutí o nákupu či prodeji akcií je nutné činit čistě na racionálním základě, a proto bude vycházet primárně z kalkulované vnitřní hodnoty akcie. Zároveň však bude velmi záležet také na dostupném množství finančních prostředků, které budou k sestavení portfolia a nákupu akcií vyhrazeny. Investoři s portfoliem menším než 1 000 000 Kč budou muset v případě investování do individuálních akcií mnohem pečlivěji vybírat akcie, které se rozhodnou nakoupit, jelikož v jejich případě mohou hrát výraznou roli poplatky s nákupem akcií spojené.

#### **3.3.1 Akcie Intel**

Na základě výše popsaných skutečností a zjištěných vnitřních hodnot akcie při jednotlivých scénářích vývoje navrhuji tedy investorům v případě akcií společnosti Intel postup uvedený v následující tabulce.



**Tabulka 22: Postup navrhovaný retailovým investorům pro různé cenové intervaly<sup>187</sup>**

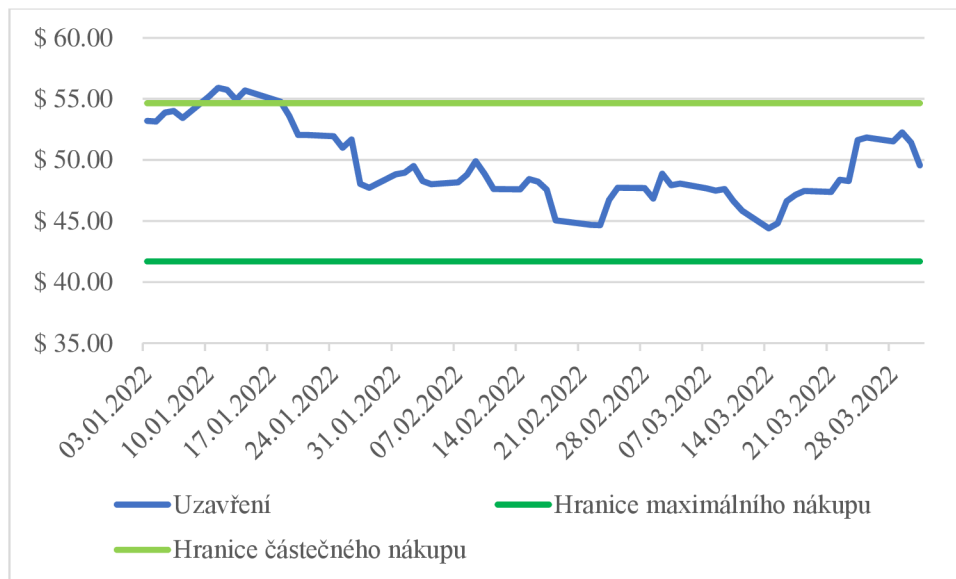
Cena akcie	Portfolio do 1 000 000 Kč	Portfolio nad 1 000 000Kč
81.99 a vyšší	Odprodej celé pozice	Odprodej celé pozice
64.23 až 81.99	Držet / vyčkat	Možný částečný odprodej
54.65 až 64.23	Držet / vyčkat	Držet / vyčkat
41.69 až 54.65	Držet / vyčkat	Možný částečný nákup
41.69 a nižší	Maximální nákup	Maximální nákup

Investoři s portfoliem nepřevyšujícím 1 000 000 Kč budou muset být trpělivější než investoři s větším portfoliem právě díky tomu, že budou muset minimalizovat poplatky spojené s nákupem akcií. Proto by měli nakupovat pouze za maximálně výhodnou cenu a tedy pouze v případě, že cena akcie klesne pod hodnotu kalkulovanou v rámci pesimistického scénáře vývoje. Naopak investoři s větším portfoliem mohou začít budovat pozici dříve a provést částečný nákup akcií i při mírně vyšší ceně. Ta však bude stále relativně nízká a bude reflektovat možná rizika, která se s nákupem akcie pojí. Řekněme však, že takovýto částečný nákup by neměl svou hodnotou převyšovat 5 % z hodnoty portfolia a zároveň by měl být investor připraven v případě dalšího poklesu ceny svou pozici naředit a provést dodatečný nákup akcií za ještě výhodnější cenu.

Následující graf zobrazuje vývoj ceny akcií Intel v letech 2021 a 2022. Jak lze z grafu vidět, v současné době se cena akcií společnosti pohybuje v intervalu mezi 41 až 55 dolary. To tedy znamená, investoři s hodnotou portfolia převyšující 1 000 000 Kč mohou začít pomalu v rámci této akcie budovat pozici. Zároveň je však vidět, že přestože kolem akcie vládne relativně pesimistický sentiment, tak její cena stále nedosáhla takové hranice, aby ji bylo možné považovat za výrazně podhodnocenou.

---

<sup>187</sup> Vlastní zpracování



**Graf 16: Vývoj ceny akcií Intel od 04.01.2021 do 31.03.2022<sup>188</sup>**

Stejně jako při nákupu, tak i při prodeji daných akcií budou mít mírnou výhodu investoři s vyšším portfoliem. Při ceně 81.99 a vyšší dojde k tomu, že trh má nerealistické představy o tom, jakého výnosu může v budoucnu investor z držení akcie dosáhnout a proto v takovém případě je vhodné akcii prodat jelikož je trhem výrazně nadhodnocena. Investoři s vyšší hodnotou portfolia si však mohou dovolit prodávat i dříve a to zejména v případě, kdy se jim nabízí možnost získané peněžní prostředky reinvestovat do aktiv s lepším výnosově-rizikovým poměrem.

### **3.3.2 Dodržování systému, jako základ úspěšné investice**

V následující části bych rád objasnil, jakým způsobem nastavení nákupní a prodejní bariéry v rámci investičního rozhodování pomůže investorům v tom, aby dosáhli požadovaných výnosů. Investorům je poskytována „ochrana“ ve dvou rovinách, jednak při nákupu vybraných akcií a to formou maximální nákupní ceny za kterou by měli dosáhnout požadovaného výnosu. Stejně tak na druhé straně při prodeji akcií, kdy je stanovena cena při které již nedává smysl akcie dále držet a je lepší je z dlouhodobého hlediska raději prodat. Celé tajemství úspěšnosti takového postupu však bude do velké míry záviset na:

<sup>188</sup> Vlastní zpracování dle dat z macrotrends.net

1. schopnosti investorů stanovit jednotlivé scénáře vývoje tak, aby opravdu odpovídaly realitě,
2. odhodlání investorů takto striktní systém dodržovat.

V případě, že se ho rozhodnou dodržovat, pak dostanou investoři odměnou relativně jednoduchý elegantní postup, který jim dá odpověď na to, jakým způsobem v různých situacích na trhu reagovat. Abych více přiblížil to, zda se daný systém osvědčil v praktickém investování, rozhodl jsme se sdílet dva příklady z vlastního investičního portfolia, které budou demonstrovat to, jakým způsobem uvedený postup funguje.

### **Příklad Airbus SE**

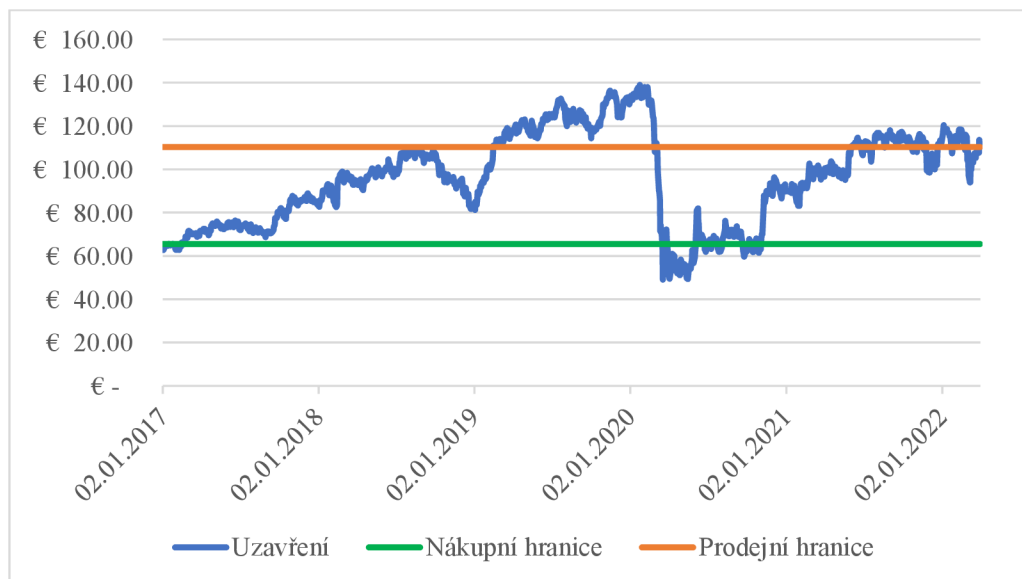
Oba příklady se budou vztahovat k relativně nedávné korekci na finančních trzích, která nastala v reakci na nástup koronavirové pandemie. Jedním z nejvíce zasažených odvětví v tomto období byl letecký průmysl, což otevřelo možnosti k nákupu společností za výjimečně atraktivní ceny. Jednou z takových společností byl i výrobce letadel Airbus SE. Zkrácená investiční teze byla asi v tomto znění:

1. Přestože se letecký průmysl v současnosti potýká s problémy a nemožností fungovat, v dlouhodobém horizontu lidé létat potřebují a letecký průmysl jistě nezanikne.
2. Výroba letadel je vysoce specializovaná a pohybuje se v rámci ní jen několik málo firem (v podstatě se jedná o typický příklad oligopolního prostředí).
3. Hlavní konkurent Airbusu americká firma Boeing se v té době potýkala s problémy s konstrukcí a softwarem vlastních letadel, což mělo za následek pád několika jejich strojů.

V rámci fundamentální analýzy společnosti byly stanoveny 4 scénáře vývoje a na základě nich kalkulována vnitřní hodnota akcie. V případě pesimistického scénáře byla hodnota akcií stanovena na 68 eur za akcii a naopak v případě optimistického vývoje 105 eur za akcii.

Koronavirová korekce na trhu poskytla výhodnou možnost nákupu těchto akcií a proto byl 09. 07. 2020 uskutečněn příkaz na nákup akcií za průměrnou nákupní cenu 65,5 eur za akcii. Akcie byly prodány téměř o rok později za cenu 110,3 eura za akcii. Právě tento příklad výborně demonstruje jednu z forem ochrany, kterou využití prodejní bariéry investorům poskytuje a to, že v případě, kdy akcie dosáhne tak vysoké ceny,

že nebude investorům schopna ani v případě neoptimističtějšího scénáře přinést dostatečný výnos, pak by dle navrhovaných kritérií měli akcii prodat. Byl tedy prodej akcií Airbusu za 110 eur výhodný?



**Graf 17: Vývoj ceny akcií společnosti Airbus v letech 2017 až 2022<sup>189</sup>**

Po provedení zpětné kontroly lze zjistit, že od června 2021 až do současnosti se cena akcií Airbusu pohybuje v pásmu od 105 eur do 120 eur, tedy za poslední téměř rok nedošlo k žádnému dalšímu výraznému růstu ceny akcií. V tom případě lze prodejní cenu 110 eur prohlásit za velmi dobrou vzhledem k tomu, že investorům, kteří by striktně dodržovali představená kritéria, umožnila alokovat prostředky do aktiv, které by jim přinesly vyšší zhodnocení. Naopak investoři kteří by se za cenu 110 eur nerozhodli prodat by na akciích Airbusu od doby zvažovaného prodeje nic nevydělali.

### **Příklad ViacomCBS**

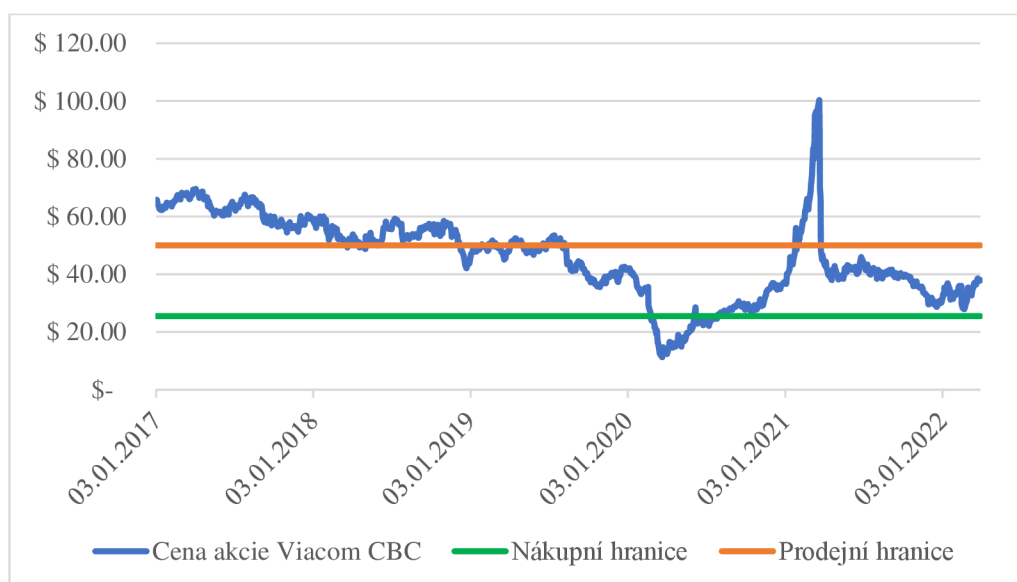
Jako druhý příklad společnosti na ukázkou toho, jak daný systém funguje jsem si zvolil společnost ViacomCBS<sup>190</sup>. Tato společnost a vlastně celé odvětví bylo stejně jako u Airbusu výrazně zasaženo celosvětovou pandemií, firmy schraňovaly hotovost a nepředplácely si marketingové spoty na televizních stanicích, což byla v té době docela velká rána pro ViacomCBS a také jeden z hlavních důvodů obav investorů. Existovaly však také důvody, proč mohla být tato společnost pro investory atraktivní:

<sup>189</sup> Vlastní zpracování dle dat z gurufocus.com

<sup>190</sup> V současnosti známé jako Paramount Global.

1. Vůči své koronavirové tržní valuaci společnost generovala relativně vysoké hodnoty volné hotovosti, která mohla být případně po skončení krizového období distribuována mezi akcionáře.
2. Společnost právě spouštěla svou novou streamovací platformu, která se měla stát konkurencí pro Netflix a Disney+. To mohlo výrazně pomoci společnosti k překonání lockdownového pandemického období a navíc pokud by zavádění platformy bylo úspěšné, pak by mohlo přinést i poměrně vysoký potenciál růstu tržeb a zisků v budoucnu.

Po zvážení všech pro a proti jsem se opět na základě fundamentální analýzy a následné valuace rozhodl akcie zařadit do vlastního investičního portfolia. Kalkulovaná hodnota v pesimistickém scénáři byla 25 dolarů za akcii a v případě naplnění pozitivního scénáře jsem očekával možnost růstu až k 45 dolarům za akcii. Nákup akcii proběhl 28. 7 2020 za průměrnou nákupní cenu 24,72 dolarů za akcii.



**Graf 18: Vývoj akcií společnosti ViacomCBS v letech 2017 až 2022<sup>191</sup>**

Zpočátku šlo vše relativně dobře a trh se postupně vzpamatoval z prvotního pandemického šoku, který zažil a stejně tak tržní cena akcií ViacomCBS postupně rostla. Zlom však nastal v prosinci 2020, kdy cena akcií ViacomCBS začala raketově stoupat a během jednoho měsíce vyskočila téměř o 20 dolarů a to bez zjevné příčiny. Jelikož jsem se držel systému zavedených kritérií, takovýto nenadálý růst ceny byl pro mě signálem

<sup>191</sup> Vlastní zpracování dle dat z [macrotrends.net](https://www.macrotrends.net)

k tomu, abych začal přemýšlet o prodeji daných akcií, což jsem následně také 26. 1. 2020 za cenu 50 dolarů také udělal. Tentokrát však byla situace jiná než v případě akcií Airbusu a cena nepřestávala ani po prodeji růst. Počátkem března 2020 cena dokonce překonala hranici 100 dolarů za akcii. V takové chvíli investor neustále přemýšlí: „Byl mnou uskutečněný prodej skutečně výhodný? Nepřehlédl jsem něco, co trh vidí?“

Následně však vyšlo najevo, co způsobilo tak vysoký růst cen těchto akcií. Jeden z hedgeových fondů, konkrétně Archegos Capital Management na těchto akciích prováděl vysoce spekulativní pákové obchody, jejichž výsledkem byl právě takto nebývalý růst ceny akcií. Tyto spekulace se nakonec neukázaly být úspěšné a poté co se na trhu objevily větší prodejní tlaky, tak tento fond nedokázal uspokojit výzvy bank k doplnění minimálních maržových požadavků, což vedlo k jeho velmi rychlému krachu.<sup>192</sup>

Cena akcií ViacomuCBS na tyto události reagovala nebývale prudkým poklesem, který v maximu činil až 30 % za den. A cena se velmi rychle vrátila do pásma mezi 30 a 40 dolary. Zpětným pohledem lze tedy opět říci, že prodej za cenu 50 dolarů nebyl vůbec špatný a investoři, kteří by se drželi předem stanovených kritérií mohli využít k prodeji příležitost, kterou jim iracionální faktory ovlivňující cenu akcií na trhu nabídly. Zároveň lze také vidět opět prvky ochrany, kterou dodržování tohoto systému investorům nabízí. Pokud budou investoři striktně dodržovat stanovené podmínky a nakupovat pouze za ceny nižší než je hodnota akcií stanovená podle pesimistického scénáře, pak se logicky nebudou účastnit takovýchto spekulativních bublin. Naopak v případě, kdy již akcie vlastní, pak jim stanovení hodnoty akcie v případě neoptimističtějšího scénáře umožní velmi dobře najít cenu za kterou již další držení akcií nemá smysl a je lepší tuto pozici odprodat.

---

<sup>192</sup> Hedge fund stock dump crushes the soaring fortunes of ViacomCBS. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/dawnchmielewski/2021/03/29/hedge-fund-stock-dump-crushes-the-soaring-fortunes-of-viacomcbs-shari-redstone/>.

## ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo navrhnout postup, který mohou retailoví investoři využít při sestavování vlastního investičního portfolia, složeného primárně z akciových titulů obchodovaných na americkém kapitálovém trhu. Práce byla rozdělena do tří hlavních částí a to teoretické, analytické a návrhové.

Jelikož některé pojmy týkající se investování bývají často v různých souvislostech zaměňovány nebo nesprávně chápány, bylo zapotřebí v úvodu teoretické části provést zasazení vybraných pojmů do teoretického rámce a jednoznačně říci jakým způsobem budou jednotlivé pojmy v souvislosti s diplomovou prací chápány. Teoretická část práce byla dále věnována principům a postupům hodnotového investování a tomu, jakým způsobem mohou investoři přistupovat k nákupu jednotlivých akcií. Závěr teoretické části by se dal definovat slovy „teorie ověřená praxí“. V rámci této části byly popsány jednotlivé investiční strategie vybraných hodnotových investorů. Ti již dokázali, že systematickým přístupem k výběru akcií do vlastního investičního portfolia jsou schopni dosahovat výkonnosti, která výrazně převyšuje tu tržní.

První fází výběru akcií dle zásad hodnotového investování je akciový screening a právě úvod analytické části práce se výběrem vhodných ukazatelů pro screening akcií zabývá. V praxi se totiž ukazuje že hodnotovými investory často užívaný ukazatel P/E již neplní svou funkci jednoho z nejdůležitějších identifikátorů podhodnocených akcií a z tohoto důvodu bylo zkoumáno, zdali by ukazatel P/FCF nebyl pro identifikaci podhodnocených akcií lepší alternativou. Výsledkem bylo, že ukazatel P/FCF může tuto funkci plnit velmi dobře a investoři, kteří by nakupovali blízko úrovní historického minima tohoto ukazatele by oproti ostatním investorům dosáhli výrazně vyšších výnosů. Na základě výsledků zkoumání a analýzy jednotlivých investičních strategií byl tedy sestaven celý soubor ukazatelů pro screening, jehož funkčnost byla následně backtestována, aby bylo zjištěno zdali funguje v reálných tržních podmínkách. Následně bylo za pomoci akciového screeningu identifikováno celkem 12 společností, které k 31. 12. 2022 navrhovaným podmínkám vyhovovaly.

Následovala část věnovaná fundamentální analýze akcií. Byly provedeny všechny 3 dílčí části fundamentální analýzy a to jak analýza globální, analýza odvětvová tak i analýza samotné akcie. Výsledky globální a odvětvové analýzy pomohly z 12 vyfiltrovaných

společností vybrat jednu, která vykazovala největší potenciál možného budoucího zhodnocení. Jednalo se o akcii společnosti Intel Corporation. Na příkladu této akcie byla následně prováděna detailní analýza společnosti s cílem stanovit jednotlivé scénáře vývoje, kterými může v budoucím období procházet a které by pomohly určit vnitřní hodnotu samotné akcie

Třetí fází řešenou v analytické části byla kalkulace samotné vnitřní hodnoty. Naproti tomu, jak ke kalkulaci hodnoty akcií investoři obvykle přistupují, nebyla kalkulována pouze jedna úroveň vnitřní hodnoty akcie, ale rovnou 4 a to právě dle parametrů nastavených scénářů vývoje.

Návrhová část popisuje vybraná specifika, která budou muset retailoví investoři při sestavování vlastního investičního portfolia řešit. Dále je v rámci návrhové části sumarizován celý postup výběru akcií aplikovaný v analytické části práce a nechybí ani poslední hodnotového investování, kterou je stanovení samotného investičního rozhodnutí a způsobu jakým by k němu měli retailoví investoři přistupovat.



## SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- (1) 3M – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/MMM/3m/stock-price-history>
- (2) American Express – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AXP/american-express/stock-price-history>
- (3) Amgen – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AMGN/amgen/stock-price-history>
- (4) Apple – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AAPL/apple/stock-price-history>
- (5) ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-2768-1.
- (6) Average long-term return on stocks. *Seekingalpha* [online]. [cit. 2022-03-31]. Dostupné z: <https://seekingalpha.com/article/4041868-really-long-term-return-on-stocks>
- (7) Boeing – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/BA/boeing/stock-price-history>
- (8) BUFFETT, Warren E. *Letter to shareholders of Berkshire Hathaway Inc.* [online]. 1987 [cit. 2021-11-30]. Dostupné z: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1986.html>
- (9) Caterpillar – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/CAT/caterpillar/revenue>
- (10) Cisco – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/CSCO/cisco/stock-price-history>

- (11) CocaCola – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/KO/cocacola/stock-price-history?msclkid=44914833cf6911ec8b20e0d92973e994>
- (12) ČERMÁK, Petr. *Investice do akcii: základy value investování*. Praha: Brána, 2018. ISBN 978-80-7584-068-4.
- (13) DALIO, Raymond Thomas. *How the Economic Machine Works: Leveragings And Deleveragings*. 2015. Dostupné také z: <https://archive.org/details/RayDalioHowTheEconomicMachineWorksLeveragingsAndDeleveragings/page/n17/mode/2up>
- (14) David Zinsner – Executive Vice President and Chief Financial Officer. *Business Wire* [online]. c2022 [cit. 2022-04-30]. Dostupné z: <https://www.businesswire.com/news/home/20220110005917/en/Intel-Names-David-Zinsner-Executive-Vice-President-and-Chief-Financial-Officer>
- (15) DJIA.US: Dow Jones Industrial Average. *The Wall Street Journal* [online]. [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/US/DJIA>
- (16) Dow Jones Industrial Average – Historical data. *Yahoo finance* [online]. c2022 [cit. 2022-03-15]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EDJI/history?msclkid=52c44d92cf9711ecbd ec31e2ba8e84a3>
- (17) EU imposes regulation on social networks. *Le Monde* [online]. c2022 [cit. 2022-03-31]. Dostupné z: [https://www.lemonde.fr/en/economy/article/2022/04/24/eu-imposes-regulation-on-social-networks-like-facebook-instagram-twitter-and-tiktok-and-online-stores-like-amazon-and-leboncoin\\_5981414\\_19.html](https://www.lemonde.fr/en/economy/article/2022/04/24/eu-imposes-regulation-on-social-networks-like-facebook-instagram-twitter-and-tiktok-and-online-stores-like-amazon-and-leboncoin_5981414_19.html)
- (18) FCF Formula. *CFI – Corporate finance institute* [online]. c2015-2022 [cit. 2022-01-30]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/fcf-formula-free-cash-flow/>
- (19) GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015. Investice. ISBN 978-80-247-5375-1.

- (20) GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1205-5.
- (21) GRAHAM, Benjamin a David DODD. *Security analysis*. Sixth edition. United States: The McGraw-Hill Companies, 2009. ISBN 978-0-07-159253-6.
- (22) GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Intelligentní investor*. Praha: Grada, 2007. Investice. ISBN 978-80-247-1792-0.
- (23) HARTMAN, Ondřej. *Začínáme na burze: jak uspět při obchodování na finančních trzích – akcie, komodity a forex*. Brno: BizBooks, 2013. ISBN 978-80-265-0033-9.
- (24) Hedge fund stock dump crushes the soaring fortunes of ViacomCBS. *Forbes.com* [online]. c2022 [cit. 2022-03-31]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/dawnchmielewski/2021/03/29/hedge-fund-stock-dump-crushes-the-soaring-fortunes-of-viacomcbs-shari-redstone/>
- (25) Historical financial statements for Advanced Micro Devices Inc (AMD). *QuickFS* [online]. c2016-2022 [cit. 2022-04-15]. Dostupné z: <https://quickfs.net/company/AMD:US>
- (26) Historical financial statements for Intel Corporation (INTC). *QuickFS* [online]. c2016-2022 [cit. 2022-04-15]. Dostupné z: <https://quickfs.net/company/INTC:US>
- (27) Historical financial statements for QUALCOMM Incorporated (QCOM). *QuickFS* [online]. c2016-2022 [cit. 2022-04-15]. Dostupné z: <https://quickfs.net/company/QCOM:US>
- (28) Home Depot – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/HD/home-depot/stock-price-history>
- (29) Honeywell – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/HON/honeywell/stock-price-history>
- (30) How Many Stocks Are Sufficient for Equity Portfolio Diversification?. *Journal of Risk and Financial Management* [online]. 2021, **14**(11) [cit. 2022-04-20]. Dostupné z: doi:10.3390/jrfm14110551
- (31) *Hurdel: The book on business planning* [online]. 6th edition. Palo Alto Software, 2006 [cit. 2022-05-07]. ISBN 978-0-9712185-2-9. Dostupné z: <https://books.google.cz/books?id=CvVbgVz7UGEC&pg>

- (32) Chip shortage: How semiconductor industry is dealing with this worldwide problem. *World Economic Forum* [online]. c2022 [cit. 2022-03-31]. Dostupné z: <https://www.weforum.org/agenda/2022/02/semiconductor-chip-shortage-supply-chain/>
- (33) IBM – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/IBM/ibm/stock-price-history>
- (34) Intel – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/IBM/ibm/stock-price-history>
- (35) Intel 2021 annual report. *Intel: Annual reports* [online]. c2022 [cit. 2022-03-31]. Dostupné z: <https://online.flippingbook.com/view/319554412/>
- (36) Intel annual report 2018. *Intel: Annual reports* [online]. c2022 [cit. 2022-03-31]. Dostupné z: <https://www.intc.com/filings-reports/annual-reports##document-1597-0000050863-19-000007-2>
- (37) Intel Corp (INTC). *Gurufocus* [online]. c2004-2022 [cit. 2021-12-31]. Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/stock/INTC/summary?search=intc#financials>
- (38) Intel Q1 2021 Earnings Call Transcript. *The Mootley Fool* [online]. c1995-2022 [cit. 2022-04-30]. Dostupné z: <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/04/22/intel-intc-q1-2021-earnings-call-transcript/>
- (39) JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. Praha: Grada, 2009. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-2963-3.
- (40) JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada, 2009. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-1653-4.
- (41) Johnson & Johnson – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/JNJ/johnson-johnson/stock-price-history>
- (42) KAHNEMAN, Daniel. *Myšlení: rychlé a pomalé*. V Brně: Jan Melvil, 2012. Pod povrchem. ISBN 978-80-87270-42-4.
- (43) KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 5., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2008. Investice. ISBN 978-80-247-2559-8.

- (44) KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley, 2015. ISBN 978-1-118-87373-1.
- (45) LYNCH, Peter a John ROTHCHILD. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the market*. New York: Simon & Schuster, 2000. ISBN 978-0-7432-0040-0.
- (46) McDonald's – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/MCD/mcdonalds/stock-price-history>
- (47) Merck – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/MRK/merck/stock-price-history>
- (48) Microsoft – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/MSFT/microsoft/stock-price-history>
- (49) NALURITA, Febria. THE EFFECT OF PROFITABILITY RATIO, SOLVABILITY RATIO, MARKET RATIO ON STOCK RETURN. *Business and Entrepreneurial Review*. 2017, **15**(1), 73-94. ISSN 2252-4614. Dostupné z: doi:10.25105/ber.v15i1.2080
- (50) NASDAQ Composite - Historical data. *Yahoo finance* [online]. c2022 [cit. 2022-03-15]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EIXIC/history?p=%5EIXIC>
- (51) NIKE – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/NKE/nike/stock-price-history>
- (52) Pat Gelsinger – Chief Executive Officer of Intel Corporation. *LinkedIn* [online]. c2022 [cit. 2022-04-30]. Dostupné z: <https://www.linkedin.com/in/patgelsinger>
- (53) PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 2., dopl. vyd. [Praha]: Professional Publishing, 2005. ISBN 80-864-1987-8.
- (54) PĚNKAVA, Dominik a Venci JIŘÍ. Dividendoví aristokraté a králové. *Finex* [online]. c2014-2022 [cit. 2022-05-05]. Dostupné z: <https://finex.cz/akcie-dividendovi-kralove-dividendovi-aristokrate/>

- (55) Procter & Gamble – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/PG/procter-gamble/stock-price-history>
- (56) Real gross domestic product per capita. *FRED: economic data* [online]. [cit. 2022-04-15]. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/A939RX0Q048SBEA/>
- (57) REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.
- (58) Rok ve vyhledávání od Googlu. *Google trends* [online]. c2022 [cit. 2022-04-15]. Dostupné z: <https://trends.google.com/trends/yis/2021/GLOBAL/>
- (59) S&P 500 - Historical data. *Yahoo finance* [online]. c2022 [cit. 2022-03-15]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?msclkid=068a0e65cf9811ecb50c336b2fae8f76>
- (60) Salesforce – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/CRM/salesforce/stock-price-history>
- (61) Sector performance. *Finviz* [online]. c2007-2022 [cit. 2022-03-31]. Dostupné z: <https://finviz.com/groups.ashx>
- (62) SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. Praha: Grada, 2011. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3860-4.
- (63) Stock screener – backtesting. *Gurufocus* [online]. c2004-2022 [cit. 2022-01-20]. Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/screener?view=backtesting>
- (64) ŠOBA, Oldřich a Martin ŠIRŮČEK. *Finanční matematika v praxi*. 2., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Partners. ISBN 978-80-271-0250-1.
- (65) ŠTÝBR, David, Petr KLEPETKO a Pavlína ONDRÁČKOVÁ. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. Praha: Grada, 2011. Finance pro každého. ISBN 978-80-247-3648-8.
- (66) The All Weather Story: How Bridgewater Associates created the All Weather investment strategy. *Bridgewater Associates* [online]. 2012 [cit. 2021-11-30].

- Dostupné z: <https://www.bridgewater.com/research-and-insights/the-all-weather-story>
- (67) TOWN, Philip B. *Rule #1: The Simple Strategy for Successful Investing in Only 15 minutes a Week*. London: Random House Business, 2007. ISBN 9781905211319.
- (68) Travelers – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/TRV/travelers/stock-price-history>
- (69) TŮMA, Aleš. *Průvodce úspěšného investora: vše, co potřebujete vědět o fonděch*. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-5133-7.
- (70) UnitedHealth Group – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/UNH/unitedhealth-group/stock-price-history>
- (71) US Inflation Rate. *YCharts* [online]. c2022 [cit. 2022-4-15]. Dostupné z: [https://ycharts.com/indicators/us\\_inflation\\_rate?msclkid=30e62979cedd11eca12a8ff6db993b70](https://ycharts.com/indicators/us_inflation_rate?msclkid=30e62979cedd11eca12a8ff6db993b70)
- (72) US lawmakers could finally rein in Facebook. *CNN* [online]. c2022 [cit. 2022-04-10]. Dostupné z: <https://edition.cnn.com/2022/01/17/tech/meta-facebook-regulation/index.html>
- (73) VANČUROVÁ, Alena, Lenka LÁCHOVÁ a Hana ZÍDKOVÁ. *Daňový systém ČR 2020*. Praha: Wolters Kluwer, 2020. ISBN 978-80-7598-887-4.
- (74) VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 2007. ISBN 978-80-7357-297-6.
- (75) VYCHOPENĚ, Jiří, Ivan BRYCHTA, Ivan MACHÁČEK, Martin DĚRGEL, Ivana PILAŘOVÁ a Jiří STROUHAL. *Daň z příjmů 2022*. Praha: ASPI, 2022. Meritum (ASPI). ISBN 978-80-7676-356-2.
- (76) Walgreens – Stock price and ratios history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/UNH/unitedhealth-group/stock-price-history>

- (77) Walmart – Stock price ratios and history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/WMT/walmart/stock-price-history>
- (78) Walmart – Stock price ratios and history. *Macrotrends* [online]. c2010-2022 [cit. 2022-01-15]. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/WMT/walmart/stock-price-history>
- (79) *Warren Buffett Wealth: Principles and Practical Methods Used by the World's Greatest Investor* [online]. New Jersey: John Wiley, 2004 [cit. 2021-11-30]. ISBN 9781118929049. Dostupné z: <https://books.google.cz/books?id=OOZWykmT-KUC&pg>
- (80) YE, Yangxiu. Application of the Stock Selection Criteria of Three Value Investors, Benjamin Graham, Peter Lynch, and Joel Greenblatt: A Case of Shanghai Stock Exchange from 2006 to 2011. *International Journal of Scientific and Research Publications*. 2013, **3**(8). ISSN 2250-3153.



## SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Seznam akcií z indexu Dow Jones industrial average k 1. 1. 2022.....	20
Tabulka 2: Fáze dluhového cyklu rozdělené do čtyř kvadrantů podle předpokládaného vývoje ekonomiky.....	30
Tabulka 3: Hodnoty maxima a minima ukazatele P/FCF u akcií z indexu DJIA v období let 2009 až 2018.....	50
Tabulka 4: Popisná statistika hodnot minima P/FCF (vlevo) a hodnot maxima P/FCF (vpravo).....	52
Tabulka 5: Vypočtené hodnoty CAGR.....	53
Tabulka 6: Popisná statistika hodnot 9leté CAGR (vlevo), 3leté CAGR po minimu (střed) a 3leté CAGR po maximu (vpravo).....	54
Tabulka 7: Ověření normality dat u hodnot CAGR.....	55
Tabulka 8: Výsledky t-testu pro párové hodnoty.....	56
Tabulka 9: Výsledky Wilcoxonova testu pro párové hodnoty.....	56
Tabulka 10: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu pro akcie z indexu DJIA....	57
Tabulka 11: Kritéria relevance lineární regrese u firem z indexu DJIA.....	59
Tabulka 12: Výsledky regrese u vybraných firem z indexu DJIA.....	60
Tabulka 13: Výsledky backtestingu portfolia s ročním rebalancováním.....	67
Tabulka 14: Výsledky backtestingu portfolia při aplikaci strategie buy and hold.....	68
Tabulka 15: Akcie splňující navrhovaná screeningová kritéria k 31.03.2022.....	69
Tabulka 16: Hodnoty průměrného růstu HDP per capita v jednotlivých desetiletích....	70
Tabulka 17: Stanovené parametry pro výpočet vnitřní hodnoty akcie.....	92
Tabulka 18: Výpočet hodnoty akcie pro optimistický scénář vývoje.....	92
Tabulka 19: Výpočet hodnoty akcie pro realistický (pozitivní) scénář vývoje.....	93
Tabulka 20: Výpočet hodnoty akcie pro realistický (negativní) scénář vývoje.....	93
Tabulka 21: Výpočet hodnoty akcie pro pesimistický scénář vývoje.....	94
Tabulka 22: Postup navrhovaný retailovým investorům pro různé cenové intervaly ..	102

## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Postup identifikace podhodnocených akcií dle zásad hodnotového investování .....	24
Obrázek 2: Hlavní hybné síly ovlivňující vývoj ekonomiky .....	28

## SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Vývoj indexu Dow Jones Industrial Average v letech 2002 až 2022 .....	21
Graf 2: Vývoj indexu S&P 500 v letech 2002 až 2022 .....	22
Graf 3: Vývoj indexu Nasdaq v letech 2002 až 2022 .....	23
Graf 4: Relativní četnosti firem v intervalech dle míry korelace ukazatele P/FCF a 3leté CAGR .....	58
Graf 5: Vývoj inflace v období od března 2020 do března 2022.....	71
Graf 6: Výkonnost jednotlivých odvětví od 01.01. 2022 do 31.03.2022 .....	72
Graf 7: Vývoj čisté marže společností Intel, AMD a Qualcomm.....	77
Graf 8: Vývoj tržeb (v mil. \$) společnosti Intel v letech 2017 až 2021.....	81
Graf 9: Vývoj zisku (v mil. \$) a zisku na akcii společnosti Intel v letech 2017 až 2021	82
Graf 10: Vývoj volného cash flow (v mil. \$) a FCF na akcii společnosti Intel v letech 2017 až 2021 .....	83
Graf 11: Vývoj čistého dluhu (v mil. \$) a zadluženosti u společnosti Intel v letech 2017 až 2021 .....	85
Graf 12: Vývoj ukazatelů rentability společnosti Intel v letech 2017 až 2021 .....	86
Graf 13: Vývoj dividend u společnosti Intel v letech 2017 až 2021.....	87
Graf 14: Poměr vypláčené dividend a FCF na akcii v letech 2017 až 2021 .....	88
Graf 15: Predikce vývoje ceny akcií společnosti Intel v letech 2022 až 2031 pro jednotlivé scénáře vývoje.....	95
Graf 16: Vývoj ceny akcií Intel od 04.01.2021 do 31.03.2022 .....	103
Graf 17: Vývoj ceny akcií společnosti Airbus v letech 2017 až 2022.....	105
Graf 18: Vývoj akcií společnosti ViacomCBS v letech 2017 až 2022 .....	106