

UNIVERZITA JANA AMOSE KOMENSKÉHO PRAHA

MAGISTERSKÉ PREZENČNÍ STUDIUM

2011 – 2013

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Filip Dvořák

**Analýza akcií zahrnutých v indexu Dow Jones
Industrial Average**

Praha 2013

Vedoucí diplomové práce: Ing. Michal Vacenovský, LL.M.

JAN AMOS KOMENSKY UNIVERSITY PRAGUE

MASTER FULL-TIME STUDIES

2011 - 2013

DIPLOMA THESIS

Filip Dvořák

**Analysis of stocks included in Dow Jones Industrial
Average index**

Prague 2013

The Diploma Thesis Work Supervisor: Ing. Michal Vacenovský,
LL.M.

Prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je mým původním autorským dílem, které jsem vypracoval samostatně. Veškerou literaturu a další zdroje, z nichž jsem při zpracování čerpal, v práci řádně cituji a jsou uvedeny v seznamu použitých zdrojů.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v univerzitní knihovně.

V Praze dne 11.3.2013

Filip Dvořák

Poděkování

Chtěl bych poděkovat vedoucímu práce Ing. Michalovi Vacenovskému, LL.M. za cenné rady a připomínky k mé diplomové práci.

Anotace

Diplomová práce se zabývá analýzou akcií zahrnutých v indexu Dow Jones Industrial Average pohledem hodnotovorůstového investora. Popisuje filozofii hodnotového a hodnotovorůstové investování. Rozebírá faktory, které ovlivňují výběr akcií a základní oceňovací ukazatele. Teoretické poznatky jsou využity v praktické aplikaci na vybranou skupinu akcií z indexu Dow Jones Industrial Average. V závěru je pro skupinu vybraných akcií vytvořeno investiční doporučení.

Klíčové pojmy

Akcie, analýza akcií, analýza odvětví, bezpečnostní polštář, dividenda, fundamentální analýza, hodnotové investování, hodnotovorůstové investování, index Dow Jones Industrial Average, účetní hodnota, vnitřní hodnota, zisk na akcii.

Annotation

Diploma thesis analyzes stocks included in the Dow Jones Industrial Average index from the perspective of value growth investor. Describes the philosophy of value and value growth investing. It analyzes the factor that influence selection of stocks and basic valuation indicators. Theoretical knowledge is applied in practical application on selected group of stocks from the Dow Jones Industrial Average. At the end an investment recommendation is created for the selected group of stocks.

Key words

Book value, Dow Jones Industrial Average index, dividend, earnings per share, fundamental analysis, intrinsic value, margin of safety, sector analysis, stocks, stock analysis, value investing, value growth investing.

OBSAH

ÚVOD	1
1 CÍL A METODIKA PRÁCE	2
1.1 Cíl práce	2
1.2 Metodika teoretické části	2
1.3 Metodika praktické části	2
2 HODNOTOVORŮSTOVÉ INVESTOVÁNÍ	4
2.1 Původ a filozofie hodnotového investování.....	4
2.2 Koncept bezpečnostního polštáře (Margin of safety)	6
2.3 Vnitřní hodnota	7
2.4 Pravidla a kritéria hodnotového investování	7
2.4.1 Pravidlo upravených čistých aktiv (adjusted net assets)	7
2.4.2 Pravidlo ziskového výnosu (earnings yield).....	8
2.4.3 Pravidlo dividendového výnosu (dividend yield).....	8
2.4.4 Hodnotová kritéria	8
2.4.5 Bezpečnostní kritéria	9
2.5 Hodnotovorůstový přístup	9
2.5.1 Schopnost koncentrovat pozornost	11
2.5.2 Hodnotovorůstový model	12
2.5.3 Povahové rysy a osobní vlastnosti investora	19
3 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ VÝBĚR AKCIÍ	21
3.1 Inflace a deflace	21
3.2 Úrokové sazby	22
3.3 Politicko-ekonomický vývoj	22
3.4 Rozpočtová politika státu	23
3.5 Globální pohyb kapitálu	23
3.6 Analýza odvětví	24
3.6.1 Cykličnost	24
3.6.2 Pět konkurenčních sil.....	25
3.7 Vývoj odvětví	28

3.7.1 Technologický vývoj.....	29
3.7.2 Získávání znalostí a zkušeností	31
3.7.3 Ekonomické změny	33
3.7.4 Státní politika	34
3.7.5 Společenské změny.....	35
4 OCEŇOVACÍ UKAZATELE AKCIÍ.....	36
4.1 Zisk na akcii (Earnings per share).....	36
4.2 Účetní hodnota (Book value) a Účetní hodnota na akcii (Book value per share).....	36
4.3 Poměr ceny vůči zisku na akcii (P/E ratio).....	37
4.4 Poměr ceny vůči účetní hodnotě na akcii (P/B ratio).....	37
4.5 Poměr ceny vůči tržbám na akcii (P/S ratio).....	37
4.6 Poměr likvidity (Current ratio).....	38
4.7 Návratnost vlastního kapitálu (Return on equity).....	39
4.8 Poměr ceny vůči zisku na akcii vůči růstu zisku na akcii (Price to earnings to growth).....	39
5 INDEX DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE.....	40
5.1 Vybrané akcie indexu Dow Jones Industrial Average	44
5.1.1 Alcoa Inc.....	45
5.1.2 The Coca-Cola Company	47
5.1.3 Exxon Mobil Corporation.....	49
5.1.4 International Business Machines Corp.....	51
5.1.5 JPMorgan Chase	53
5.1.6 McDonald's Corp.	55
5.1.7 Pfizer Inc.....	56
5.1.8 Verizon Communications Inc.	58
5.1.9 Wal-Mart Stores Inc.	59
5.1.10 The Walt Disney Company	60
6 ANALÝZA ODVĚTVÍ VYBRANÝCH SPOLEČNOSTÍ.....	63
6.1 Základní materiály.....	63

6.2 Výroba nealkoholických nápojů	64
6.3 Těžba ropy a plynu	65
6.4 Informační technologie.....	66
6.5 Bankovníctví	67
6.6 Řetězce fast-foodových restaurantů	68
6.7 Zdravotní péče	69
6.8 Telekomunikace	70
6.9 Maloobchod	71
6.10 Média a zábava	71
7 SROVNÁNÍ A VYHODNOCENÍ UKAZATELŮ	73
ZÁVĚR.....	76
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	78
SEZNAM OBRÁZKŮ, GRAFŮ A TABULEK	82

ÚVOD

„Cena je to co zaplatíte. Hodnota je to co získáte.“ – Warren E. Buffett

Od splasknutí internetové bubliny v roce 2002, přes krach způsobený pádem banky Lehman Brothers v roce 2008, až po současné dluhové problémy Evropy, si zpravodajství z finančních trhů pro sebe získává stále větší mediální a současně také politický prostor. Finanční trhy již nejsou ekonomickým tématem, o kterém hovoří pouze zasvěcení profesionálové, ale tématem které pravidelně skloňují ve svých projevech jak politické špičky, tak o nich hovoří i běžní lidé.

Diskuze o akcích, komoditách, dluhopisech či jiných investicích sebou nesou velmi široké názorové spektrum. Jedni považují burzu za velmi nestabilní a rizikový mechanismus, zatímco jiní lidé oproti tomu investování na burze vnímají jako nástroj či prostředek jak pomoci svým penězům aby vytvářely další peníze.

Úspěšný individuální spekulant či investor musí kromě nutné porce ekonomických znalostí být také dobrým psychologem. Ať už vůči trhům, které jsou řízeny obdobími strachu a chamtivosti, tak především vůči sobě samému. Musí znát svůj vnitřní postoj k riziku, k přijímání ztrát nebo znát svou schopnost držet se zvolené strategie. Každý investor je jiný, s jiným psychologickým nastavením, což dává vzniknout opravdu široké škále investičních přístupů a strategií.

Jak již bylo řečeno individuální investoři pracují každý s různými přístupy k výběru akcií (tzv. stock picking). Někteří investoři kladou důraz na ukazatele ziskovosti, účetní hodnoty nebo návratnosti investovaného kapitálu a využívají fundamentální analýzu, jiní se naopak snaží objevit zákonitosti v pohybech trhu a cen akcií využívajíc nástrojů technické analýzy. Obě skupiny investorů prokazatelně dokáží být se svými postupy úspěšné. V praxi nelze tudíž určit jeden univerzálně platný a vždy fungující způsob jak vybírat ty správné investice a jak dosáhnout vysoké úspěšnosti na akciovém trhu. Jednou z mnoha možných cest je strategie spojená s hodnotovým investováním, obsahující prvky strategie růstové, o kterých pojednává tato práce.

1 CÍL A METODIKA PRÁCE

1.1 Cíl práce

Cílem diplomové práce je představit koncept hodnotovorůstového investování, analyzovat vybrané společnosti z amerického akciového indexu Dow Jones Industrial Average, výsledky této analýzy vyhodnotit a určit zda jsou tyto tituly z pohledu hodnotovorůstového investování vhodné či nevhodné k nákupu.

1.2 Metodika teoretické části

Teoretická část diplomové práce shrnuje a rozvádí poznatky z odborné literatury, která je uvedena v seznamu použitých zdrojů.

V úvodu teoretické části jsou představeny kořeny a základní filozofie hodnotového investování. Dále je v podkapitolách rozebrán koncept bezpečnostního polštáře a pojem vnitřní hodnoty. Následně jsou v práci zmíněna pravidla a kritéria hodnotového investování. V závěrečné podkapitole je pak detailně rozpracován hodnotovorůstový přístup k investování.

Následující kapitola rozebírá faktory, které ovlivňují výběr akcií. V podkapitolách je pozornost věnována makroekonomickým faktorům v podobě inflace a úrokových sazeb, politicko-ekonomickým faktorům nebo globálnímu pohybu kapitálu.

Značnou část kapitoly si pro sebe následně zabírají teoretické poznatky o analýze odvětví a faktorech ovlivňujících jeho vývoj. Analýza odvětví se zde opírá především o Porterův model pěti konkurenčních sil v odvětví. Vývoj odvětví pak zaměřuje pozornost na

Čtvrtá kapitola poté cílí na oceňovací ukazatele akcií jako je zisk na akcii a na něm založené poměrové ukazatele P/E a PEG, dále poměrové ukazatele P/S a P/B. Kapitola se též věnuje poměru likvidity a ukazateli ROE. Teoretické poznatky o ukazatelích jsou zde doplněny vzorci pro jejich výpočet.

1.3 Metodika praktické části

V praktické části diplomové práce je popsán americký burzovní index Dow Jones Industrial Average, jeho původ, vznik, způsob jakým je počítána jeho hodnota a výčet společností, které obsahoval při svém založení, a které obsahuje jeho dnešní podoba. Dále je zde v grafu zachycen jeho vývoj mezi roky 1990 a 2012.

Následující podkapitoly se věnují desítce společností které byly pro účely diplomové práce z indexu DJIA vybrány. U každé společnosti je nastíněna její historie, jaké faktory mohou ovlivnit ziskovost firmy, její silné a slabé stránky s ohledem na možnosti budoucího růstu a dále porovnání s významnými konkurenty v sektoru, ve kterém společnost podniká, na základě fundamentálních ukazatelů. V této části práce jsou využita data dostupná z finančních portálů FinViz a YCharts.

Poté jsou v samostatné kapitole provedeny analýzy odvětví, ve kterých desítka vybraných společností podniká. Zde jsou identifikovány hlavní dlouhodobé trendy odvětví, příležitosti k růstu a případné hrozby, které odvětví ohrožují.

V závěrečné kapitole je desítka vybraných společností porovnána z hlediska fundamentálních ukazatelů mezi sebou. Dále je v této kapitole na základě teoretických poznatků a vlastních výpočtů vypočtena vnitřní hodnota akcií vybraných společností. Takto vypočtená vnitřní hodnota je následně porovnána s aktuální tržní cenou akcie. Porovnání vnitřní hodnoty s aktuální tržní cenou poskytne informace o tom, zda je u akcie přítomný či nepřítomný bezpečnostní polštář, případně jak velký a tím determinuje zda je vybraný titul z pohledu hodnotovorůstové teorie vhodný nebo nevhodný k nákupu.

TEORETICKÁ ČÁST

2 HODNOTOVORŮSTOVÉ INVESTOVÁNÍ

2.1 Původ a filozofie hodnotového investování

Za duchovního otce konceptu hodnotového investování je považován americký, ovšem v Londýně narozený ekonom a profesionální investor Benjamin Graham (1894 - 1976). Graham po absolvování Columbia Business School, na které poté od roku 1928 také přednášel, začal svoji investorskou kariéru obchodováním na Wall Street a založil i vlastní investiční společnost Graham-Newman Partnership.

Největší burzovní krach v dějinách, tzv. Černý čtvrtek (angl. Black Thursday) 24. října 1929 následovaný lavinou paniky Grahama připravil téměř o všechno. Tato událost mu ovšem poskytla cennou zkušenost a Graham začal pracovat na investiční strategii, která přísně odděluje skutečné investování od pouhé spekulace, o níž se poměrně jasně přesvědčil, že je zákazonosná.

Tuto myšlenku oddělení investorů od spekulantů zhmotnil v roce 1934 ve své knize „Security Analysis“ (Analýza cenných papírů) jejímž spoluautorem byl profesor David Dodd, také přednášející na Columbia Business School. Rozdíl mezi investorem a spekulantem Graham definoval takto: „*Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky jsou spekulacemi.*“¹ Security Analysis také vyjádřila předpoklad, že dostatečně disciplinovaný investor dokáže určit hrubou hodnotu společností analýzou jejich finančních výkazů, nakupovat když některé z nich trh nevyhnutelně podceňuje, získat uspokojivý výnos a nikdy se nevystavit reálnému nebezpečí permanentní ztráty. Tento předpoklad se stal nosným pilířem hodnotové strategie (tzv. value investing).

Zatímco Security Analysis položila teoretické základy finanční a fundamentální analýze, následující Grahama kniha The Intelligent Investor sledovala praktické aspekty investování do cenných papírů. Zde byly načrtnuty postupy jak si má investor při svých investicích počínat. The Intelligent Investor nabídl pro konzervativně smýšlející investory mimo jiné i koncept tzv. margin of safety, který vyjadřoval procentuální rozdíl mezi cenou akcie a její vypočítanou vnitřní hodnotou.

¹ GRAHAM, B. *Inteligentní investor*. 2007. s.35

Investor počítá, jaká je hodnota akcie, na základě hodnoty, kterou má daná akciová společnost a její podnikání. Spekulant sází na to, že cena akcie půjde nahoru, protože někdo jiný bude ochoten za tuto akcii zaplatit ještě více peněz. Pro spekulanta je nepřetržitý tok akciových kurzů jako kyslík; zavřete mu přívod a je s ním konec. Pro investora znamenají „kotované“ (jak je Graham nazval) hodnoty mnohem méně. Investovat bychom měli tedy jen tehdy, pokud dokážeme vlastnit akcie v klidu a bez znepokojení, a to i když nemáme žádnou možnost zjistit jejich denní kurz.²

Hodnotový investor věří, že zná skutečnou hodnotu společnosti lépe než trh. Z tohoto důvodu lze často koupit společnosti za cenu nižší, než je jejich skutečná hodnota. Jelikož se však skutečná hodnota projeví až časem a jelikož se kolísání hodnoty projevuje v podobě cyklů, nastane doba, kdy lze akcii koupenou za cenu nižší, než je její skutečná hodnota, prodat za její skutečnou hodnotu či dokonce hodnotu vyšší, až později.³

Pro hodnotové investování je mimo jiné charakteristické to, že má sklon nakupovat spíše v období medvědího (klesajícího) trhu a prodávat spíše v období býčího (stoupajícího) trhu. Takto může dlouhodobý investor dosáhnout značných úspěchů, neboť investovat proti cyklu je velmi výhodné; u celého trhu vždy platilo, že to, co jednou stoupá musí v určité chvíli také klesnout a naopak. U hodnotového investování ale také existují období, kdy danými testy projde jen malé množství akcií, a ty, které projdou, mohou být v určitých směrech podezřelé; v obdobích medvědího trhu pak testy projde naopak příliš velké množství akcií, takže je obtížné vyhovět puristickému požadavku, že je třeba koupit všechny akcie, které splňují dané podmínky (investor může skončit například tak, že bude vlastnit velmi malé množství mnoha akcií, což znamená vysoké transakční náklady).⁴

Moderní investoři a spekulanti ve světle popularity každodenního obchodování (day-trading) a téměř neregulovaného vysokofrekvenčního obchodování HFT (High Frequency Trading) vnímají Grahamovská pravidla i celý koncept hodnotového investování jako již překonaný a neodpovídající současnému tržnímu prostředí. Někteří, jako například nejslavnější Grahamův žák Warren Buffett, ovšem dokázali

² GRAHAM, B. *Inteligentní investor*. 2007. s.47

³ KOCH, R.a GOUGH, L. *Průvodce Financial Times: jak vybírat nejvýkonnější akcie: 10 osvědčených investičních strategií*. 2011. s.161

⁴ KOCH, R.a GOUGH, L. *Průvodce Financial Times: jak vybírat nejvýkonnější akcie: 10 osvědčených investičních strategií*. 2011. s.170

hodnotové investování do společností obohatit o prvky strategií zaměřených na růst firmy a této hodnotovorůstové syntézy se úspěšně drží desítky let.

2.2 Koncept bezpečnostního polštáře (Margin of safety)

Investor zpravidla hledá způsoby jak snížit riziko případné ztrátovosti své investice. Jako dobrý nástroj mu může posloužit zmíněný bezpečnostní polštář (v orig. Margin of safety). Tento polštář vyjadřuje v procentech rozdíl mezi aktuální tržní cenou akcie a její vnitřní hodnotou. Čím větší výsledné procento, tím méně investor zaplatí v poměru ke skutečné hodnotě. Zjednodušeně lze říci, že snahou investora je raději zaplatit 60 centů z dolaru než 80 centů kvůli většímu bezpečnostnímu polštáři. Graham sám diskuzi o bezpečnostním polštáři shrnul takto: *„Bezpečnostní polštář představuje rozdíl mezi procentní mírou zisku z ceny akcie, kterou jste za ni zaplatili, a úrokovou sazbou z obligací, a tento bezpečnostní polštář je rozdíl, jenž by vstřebal nepříznivé události. V době kdy bylo psáno vydání Inteligentního investora z roku 1965, se typická akcie prodávala za jedenáctinásobek zisku, což představovalo ziskový potenciál ve výši 9 % v porovnání se 4 % úrokových výnosů obligací. V tomto případě jste měli bezpečnostní polštář ve výši více než 100 %. Dnes [v roce 1972] neexistuje prakticky rozdíl mezi ziskovostí, výnosem akcií a úrokovým výnosem obligací, a já říkám, že zde není žádný bezpečnostní polštář...máte v podstatě záporný (tj. nebezpečnostní) polštář...“*⁵

Koncept Margin of safety ale nelze aplikovat v případě celého trhu. Jestliže je možné nacházet jednotlivé akcie, u nichž by mezi cenou a vnitřní hodnotou byl dostatečný prostor pro bezpečnostní polštář, pak v případě celého trhu je to tak výjimečná situace, že se nedá běžně praktikovat.⁶

Zda je Margin of safety dostatečně hluboký závisí na individuálním posouzení investora. Čím výše tato hranice leží, tím je pro investora složitější nalézt na trhu společnost, která bude odpovídat jeho požadavkům a naopak příliš nízký Margin of safety může přinést jen slabé investiční výsledky.

⁵ GRAHAM, B. Thoughts on Security Analysis (přepis přednášky na Northeast Missouri State University, březen 1972). *Financial History*. č. 42. Březen 1991. s.9

⁶ GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 2005. s.22

2.3 Vnitřní hodnota

Pojem vnitřní hodnoty (angl. intrinsic value)⁷ Graham nejbližší definoval jako: „hodnotu společnosti pro soukromého vlastníka“.⁸ Hovoříme tedy o ceně, za kterou by se akcie společnosti měla prodávat v případě, že by trh správně ocenil všechna fakta jako je reálná perspektiva firmy, zisk a dividendy, nebo její aktiva.

Je obtížné tento koncept použít tak aby bylo možné určit konkrétní číselný údaj. Analytici se o to již pokoušeli. Nejdříve se domnívali, že se shoduje s účetní hodnotou firmy – čistou hodnotou aktiv (net asset value) rozvahy, kdy jsou aktiva upravena tak, aby reflektovala reálné ceny (fair prices). Vážným nedostatkem tohoto pojetí však byla skutečnost, že účetní hodnoty společností obvykle mají jen malý systematický vztah k ziskům (a tedy také k hodnotě). Některé firmy vykazují negativní účetní hodnotu, avšak mají vysoké zisky a vysoký akciový kurz; jiné disponují množstvím továren, strojů, zařízení, zásob atd. a nemají žádné dluhy, avšak jejich ziskovost není valná.⁹

2.4 Pravidla a kritéria hodnotového investování

Ve většině investičních strategií nalezneme, podobně jako v jiných oborech, různé druhy a soupeřící soubory názorů, škol, pravidel a pouček. V oblasti hodnotového investování se tato práce zaměří na soubor pravidel a kritérií používaných Benjaminem Grahamem. Tyto pravidla jsou z dnešního pohledu poměrně přísná a na dnešním trhu by takový investor nenalezl příliš mnoho společností, které by jim odpovídaly. I přesto ale tvoří základ investorských znalostí.

2.4.1 Pravidlo upravených čistých aktiv (adjusted net assets)

Toto pravidlo říká, že investor má kupovat, pokud se celková tržní kapitalizace společnosti rovná dvěma třetinám (nebo méně) jejích čistých likvidních aktiv (net quick assets) tzn. čistých aktiv bez zásob, budov a vybavení, pozemků a goodwillu.¹⁰ Čistá

⁷ Graham není původním autorem. Tento termín poprvé použil William Armstrong v roce 1848 ve své brožuře „*Stocks, and Stock-jobbing in Wall Street*“

⁸ GRAHAM, B. *Testimony Before the Committee on Banking and Currency, United States Senate: On Factors Affecting the Buying and Selling of Equity Securities*. 1955.

⁹ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.74

¹⁰ KOCH, R. a GOUGH, L. *Průvodce Financial Times: jak vybírat nejvýkonnější akcie: 10 osvědčených investičních strategií*. 2011. s.165

likvidní aktiva tak v tomto pojetí znamenají především hotovost a pohledávky. Prodávát má naopak investor v okamžiku, kdy tržní kapitalizace společnosti dosáhla 100% upravených čistých aktiv.

2.4.2 Pravidlo ziskového výnosu (earnings yield)

Ziskový výnos funguje jako protějšek ukazatele P/E (jestliže má společnost P/E 20, tj. její tržní kapitalizace se rovná dvacetinásobku jejího zisku, pak má její ziskový výnos hodnotu 5 %; jestliže je P/E 5, pak je ziskový výnos 20 %). Grahamovo pravidlo říká, že za předpokladu, že celkové zadlužení společnosti nepřesáhne hodnotu jejího hmotného čistého jmění (tangible net worth), je vhodné investovat, pouze pokud ziskový výnos představuje minimálně dvojnásobek výnosu vysoce kvalitních dluhopisů.¹¹ Dnes jsou v rámci tohoto pravidla kvalitní dluhopisy reprezentovány především střednědobými státními cennými papíry.

2.4.3 Pravidlo dividendového výnosu (dividend yield)

Zde Graham místo ziskového výnosu zaměřuje svoji pozornost na výnos dividendový (hodnota dividend vydělená aktuální cenou akcií) a vyžaduje, aby zadlužení firmy nebylo vyšší než její čisté jmění.

Dané pravidlo říká, že dividendový výnos akcie se musí rovnat minimálně dvěma třetinám výnosu vysoce kvalitních dluhopisů. Pokud tedy tento výnos dosahuje 8 %, musí být dividendový výnos minimálně 5,35 %.¹²

2.4.4 Hodnotová kritéria

Hodnotová kritéria, u kterých Graham vyžadoval splnění minimálně jednoho z nich, se vztahovala k ziskovému výnosu, P/E poměru, tržní kapitalizaci společnosti a dividendovému výnosu.

Ziskový výnos by měl podle Grahama být nejméně dvojnásobek výnosu vysoce kvalitních dluhopisů. P/E akcie by mělo být menší než 40 % nejvyššího P/E, kterého daná akcie dosáhla za posledních 5 let. Tržní kapitalizace společnosti by měla dosahovat buď nejvýše dvou třetin účetní hodnoty hmotných aktiv (tangible book value)

¹¹ KOCH, R. a GOUGH, L. *Průvodce Financial Times: jak vybírat nejvýkonnější akcie: 10 osvědčených investičních strategií*. 2011. s.165

¹² KOCH, R. a GOUGH, L. *Průvodce Financial Times: jak vybírat nejvýkonnější akcie: 10 osvědčených investičních strategií*. 2011. s.166

anebo nejvýše dvou třetin hodnoty čistých oběžných aktiv (net current assets). Dividendový výnos by pak měl dosáhnout nejméně dvou třetin výnosu vysoce kvalitních dluhopisů.¹³

2.4.5 Bezpečnostní kritéria

Graham trval také na tom, aby společně s minimálně jedním hodnotovým kritériem bylo zároveň splněno i minimálně jedno bezpečnostní kritérium. Bezpečnostní kritéria se týkala zadlužení společnosti, likvidity a zisku potažmo jeho růstu.

Celkové zadlužení nesmělo přesáhnout účetní hodnotu nebo mělo být menší než dvojnásobek čistých oběžných aktiv. Hodnota oběžných aktiv by měla dosahovat nejméně dvojnásobku hodnoty krátkodobých pasiv; koeficient likvidity (current ratio) měl tedy mít minimální hodnotu 2.

Zisk po zdanění musí být relativně stabilní a v posledních 10 letech může dojít nejvýše dvakrát k poklesu zisku o 5 % (nebo více). Růst zisku po zdanění za posledních 10 let pak musí při skládání ročně činit nejméně 7 % (zjednodušeně řečeno, dnešní zisk tedy musí být minimálně dvojnásobkem zisku před deseti lety). V této souvislosti je nutné poznamenat, že v obdobích vysoké inflace toto pravidlo ztrácí smysl a poskytuje pouze iluzorní bezpečí.¹⁴

2.5 Hodnotovorůstový přístup

Abychom měli nad ostatními určitou výhodu, musíme dosáhnout patřičných schopností, které hlavní část investiční veřejnosti buďto postrádá nebo záměrně ignoruje.¹⁵ Většina investorů se nachází v procesu neustálého hledání způsobů jak dosáhnout lepších výsledků než ostatní. Při tomto hledání se obracejí k stále více komplikovanějším a sofistikovanějším přístupům zahrnujícím mnoho matematických rovnic s řeckými písmeny. Tento hon za investičními strategiemi podle poslední módy sice může přinést krátkodobé úspěchy, nicméně jen stěží se vyrovná relativně jednoduchým pravidlům, prověřeným desítkami let obchodování, od úspěšných investorů jako byli Ben Graham, Philip Fisher, Peter Lynch nebo Warren Buffett.

¹³ KOCH, R. a GOUGH, L. *Průvodce Financial Times: jak vybírat nejvýkonnější akcie: 10 osvědčených investičních strategií*. 2011. s.167

¹⁴ Tamtéž

¹⁵ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.225

Na současných trzích je ze strany individuálních investorů stále méně pozornosti věnováno analyzování fundamentů společnosti, jejíž akcie investor hodlá nakoupit. Investiční rozhodnutí dnes mnohem více než kdy jindy řídí prognózy analytiků, novinové titulky, politická prohlášení a spoléhání na technickou analýzu. Pro profesionální investory z řad manažerů fondů jsou nepřitelem i různá omezení, která je nutí v rámci diverzifikace držet někdy i několik stovek akciových titulů. S tak širokým portfoliem je poměrně obtížné věnovat každé společnosti dostatečnou pozornost. Profesionální investoři mají také proti individuálním nevýhodu v tom, že musí svými výsledky dosáhnout kvartálního benchmarku¹⁶. Většina manažerů se pak svými výsledky příliš neliší od kolegů a nemá prostor k provozování radikálnějších strategií (např. nízká diverzifikace, nepoužívání stop-loss a take-profit pokynů¹⁷ nebo investice do firem bez historie zisků/startupů).

Hodnotovorůstový přístup můžeme obecně složit ze tří prvků. Prvním prvkem je schopnost investora koncentrovat svoji pozornost pouze na informace, které přímo pomohou porozumět společnosti a ziskům jejích vlastníků. Takováto schopnost investorovi ve výsledku přinese značnou úsporu času a mentální energie.

Druhým prvkem je hodnotovorůstový model. Hodnotovorůstový model se zaměřuje na samotnou firmu, nikoli na akciový trh. Investovat bychom však měli pouze do firem, kterým rozumíme. Daná společnost by měla mít silnou obchodní franšizu, měli by ji řídit poctiví a kompetentní manažeři a měla by také vykazovat finanční sílu. Analýza síly franšizy, managementu a financí by pak měla umožnit odhad zisku vlastníků. Diskontovaná hodnota všech budoucích zisků vlastníků představuje vnitřní hodnotu společnosti. Pokud vypočtená hodnota výrazně převyšuje aktuální cenu, pak je zde také přítomen bezpečnostní polštář a akcii bychom tedy měli koupit.¹⁸

Třetím prvkem jsou pak povahové rysy a osobní vlastnosti investora. Vlastnosti vyžadované od hodnotovorůstového investora zahrnují nezávislé myšlení, schopnost tvrdé práce, odolnost proti potřebě spekulovat nebo schopnost poučit se z vlastních chyb.

¹⁶ Benchmark bývá zpravidla index vybraný podle zaměření fondu, který slouží k porovnání výkonnosti fondu.

¹⁷ Stop-loss pokyn je pokynem, který se provede v případě, že ztráta dosáhne určité ceny stanovené v pokynu a celá pozice je tak automaticky vyprodána. Take-profit pokyn pak vykonává to samé ale při dosažení určené míry zisku.

¹⁸ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.226

2.5.1 Schopnost koncentrovat pozornost

Hodnotovorůstový investor by neměl svoji pozornost příliš rozptylovat např. sledováním makroekonomických prognóz, analýz a komentářů, nepokoušet se o časování trhu či spoléhat na nástroje technické analýzy a hledat krátkodobé trendy. Signifikantní množství investorova času může ušetřit nesledování odhadů vývoje růstu HDP, nezaměstnanosti nebo populárních indexů nákupních manažerů. Odhady budoucího vývoje nejsou pro tento typ investora relevantní. Jednak z důvodu notorické nespolehlivosti podobných předpovědí a také díky faktu, že vnitřní hodnotu určují zisky vlastníků, které jsou generované v průběhu mnoha hospodářských cyklů.

Časování nákupů a prodejů podle růstu nebo poklesu trhu je pro drtivou většinu investorů zbytečnou činností. Ani ti nejinteligentnější a nejúspěšnější investoři nedisponují schopností odhadnout krátkodobé pohyby trhu. Lze se proto domnívat, že průměrný individuální investor nebude schopen s pravidelnou úspěšností určovat vrcholy a dna trhu. Krátkodobé obchodování s cílem časovat trh je také neefektivní z hlediska nákladů, protože krátkodobé obchody sebou velmi často nesou poměrně velké makléřské poplatky a většina takových období také podléhá daním.

Spoléhání na technickou analýzu a krátkodobou selektivnost na základě např. prognózy zisků za následující rok sebou nese několik problémů. Většina investorů potvrzuje, že na základě statických vzorců nelze pravidelně překonávat tržní indexy. Analytici bývají omylní a i když jsou vyslovené prognózy správné, trhy žijí vlastním životem a nemusí tak vždy racionálně reflektovat skutečný stav.

Hodnotovorůstoví investoři se drží také strategie do určitých typů společností neinvestovat. Nejčastěji se vyhýbají tzv. "žhavým" akciím čili akciím společností, které zavalují trh pozitivními informacemi, podnikají v aktuálně populárním odvětví a analytici o nich informují jako o horkých tipech s vidinou velkých výnosů a cena akcií je pak vyhnána do absurdních výšin neodpovídajícím realitě.

Specificky vnímají někteří investoři technologické akcie. Klíčové zde je jestli má investor o určité technologii dostatečné znalosti a je tak schopen v rychle se měnícím technologickém odvětví správně identifikovat potenciál a sílu obchodní franšízy spolu s dlouhodobou perspektivou správného manažerského vedení společnosti.

Pro hodnotovorůstového investora jsou zcela zapovězeny investice do startupů. Startupy za sebou nemají prokazatelnou historii ziskovosti, kvality managementu a fungují tak pouze na příslibech budoucích zisků. Investor tak postrádá jakýkoliv bezpečnostní polštář a je zde velmi velké riziko neúspěchu firmy.

Velmi problematické jsou také akcie společností u kterých se očekává oživení (tzv. turnaround stocks). Investice do společností, které spadly do problémů, s nadějí že se dříve či později vzchopí, zpravidla končí zklamáním nebo je doba než se společnost zvedne příliš dlouhá.

Samostatnou kapitolu zaujímají z pohledu hodnotovorůstových investorů primární emise resp. první veřejné nabídky akcií (tzv. IPO¹⁹). Většina společností vstupujících na burzu je při IPO již plně nebo nadstandartně oceněna, tudíž příležitost k výhodnému nákupu by měl investor raději hledat jinde.

Hodnotovorůstové investování také zaujímá nekonvenční postoj k spravování portfolia. Stop-loss pokyny vnímá jako nelogické. Investor by měl raději spoléhat na kvalitu své analýzy a využívat poklesy trhu k nákupům. Negativně vnímá i snahy o časté změny v portfoliu, krátkodobé obchodování a postup při kterém akcie, které posílily, investor prodává a drží ty, které oslabily. Takovým postupem se investor může připravit o velmi zajímavé zisky.

Klíčové pro hodnotovorůstového investora je udržet svůj přístup k investování jednoduchý a bez zbytečných komplikací. Investoři se proto raději vyhýbají používání derivátů. Deriváty jsou relativně nákladným nástrojem jak snížit riziko. Hodnotovorůstoví investoři ovšem riziko snižují tím, že dané společnosti dokonale rozumí a zajišťovací nástroje v podobě různých derivátů nevyužívají.

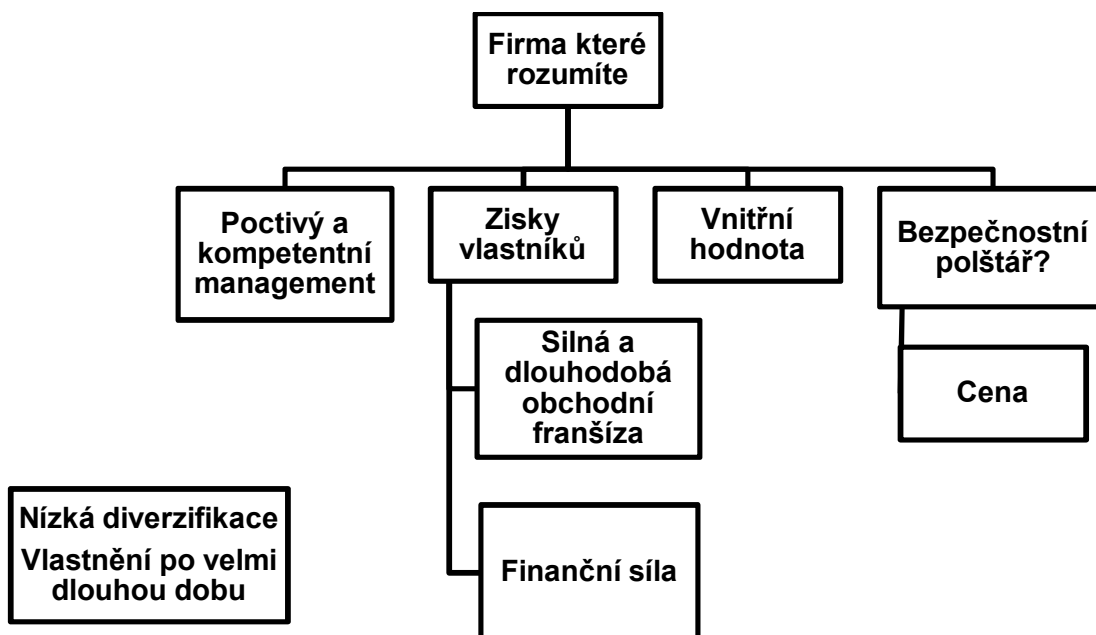
Situaci si investor může usnadnit i tím, že jeho snahou nebude vyhledávat neustále nové a nové akcie s vynikající výnosností, ale trpělivým postupem dosahovat nadprůměrných výnosů.

2.5.2 Hodnotovorůstový model

Aby byl investor, který se rozhodne praktikovat hodnotovorůstový přístup, úspěšný, je třeba aby se držel určitého modelu. Hodnotovorůstový model zprvu může vykazovat jistou informační obsáhlost, nicméně praktickým používáním přejde investorovi takřkajíc “do krve” a s nabytými zkušenostmi ho bude investor schopen používat lépe a rychleji. Složení hodnotovorůstového modelu je možné vyjádřit v následujícím obrázku (Obr. 1). Jednotlivé prvky poté budou detailně rozebrány dále v kapitole.

¹⁹ IPO – Initial public offering (první veřejná nabídka akcií)

Obrázek č.1: Hodnotovorůstový model



Zdroj: ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu.* s.234

Pro hodnotovorůstového investora je naprosto nezbytné firmě do jejichž akcií hodlá investovat dobře porozumět. Pokud má investor o daném sektoru nebo podniku odborné či jiné znalosti, má proti ostatním určitou výhodu.

Při ohodnocování samotné firmy si investor snaží odpovědět na zásadní otázky: Bude firma v dobré pozici i za dvacet nebo třicet let? V čem jsou její silné a slabé stránky? Jak si vede a bude vést vůči konkurenci? Jací jsou její zákazníci a jak dobře firma uspokojuje jejich potřeby? Jak kvalitní je její management? Takové informace může investor získat několika způsoby. Jednak na základě rozhovorů se zákazníky, dodavateli, zaměstnanci nebo konkurencí. Tím získá pohled na to „co se o firmě povídá“. Další zdroj informací investorovi nabízí např. výroční zprávy, a to jak společnosti samotné, tak jejich konkurentů, magazíny věnující se určitému odvětví nebo novinové články. V neposlední řadě investor zjišťuje informace na veletrzích, osobně si zkouší produkty společnosti, někteří investoři navštěvují také valné hromady a kladou dotazy manažerům firmy.

Hodnotovorůstový investor neopouští svůj okruh odborných kompetencí. Naopak se snaží jasně určit hranice toho, čemu opravdu rozumí, a vyznačit je kolem těch správných firem. Celý okruh tedy musí být jasně definován. To snižuje potřebu

nadprůměrné inteligence, a investor se tak může zaměřit spíše na to, aby se vyhýbal hloupému jednání. Obeznamenost s firmou pak přináší sebedůvěru, důležité poznatky a zisk.²⁰

Jedním z faktorů, které investoři při výběru investic bedlivě sledují, je také jak dobře je společnost spravována odpovědným managementem. Kvalitativní stránku práce manažerů investoři vidí především ve schopnosti zvyšovat ziskovost firmy, kontrolování nákladů a navracení investovaného kapitálu zpět akcionářům v podobě dividend či odkupu vlastních akcií.

Většina manažerů se ovšem zaměřuje na krátkodobé výsledky a krátkodobé dopady, které jejich kroky mají na akciový trh. A to často i přesto, že si uvědomují, že tak poškozují dlouhodobé zájmy akcionářů. Takovéto destruktivní jednání proto musejí investoři odhalit; a společností, které mají sklon ke krátkodobému přístupu, je třeba se vyhnout.²¹

Z pohledu hodnotového investora patří ke znakům poctivého a kompetentního managementu zvládnání krátkodobého i dlouhodobého plánování, schopnost být realističtí ke svým odborným kompetencím a ignorování nabídek, které sahají mimo tyto kompetence nebo schopnost oznamovat jak dobré, tak špatné zprávy. U manažerů se také velmi cení snaha neustále snižovat náklady, neumožnění fúzí a akvizic, které budou mít negativní dopad na bohatství akcionářů nebo nesnažení se o absurdní rozšíření portfolia produktů (tzv. disworsification).

Ke zpětnému odkupu akcií management přistupuje v situaci kdy se akcie společnosti obchodují pod svojí (konzervativně) vypočtenou vnitřní hodnotou a vzniká zde příležitost, že akcionáři budou mít možnost ze zpětného odkupu profitovat. Management si musí být jistý, že akcionáři disponují dostatečným množstvím potřebných informací k určení hodnoty akcií firmy, aby se minimalizovala možnost nelegálního insider tradingu²² od zaměstnanců společnosti. Zároveň je třeba, aby společnost disponovala dostatečným množstvím volných finančních prostředků, které nepotřebuje investovat do svého fungování. Management tento typ vnitřní (interní) investice volí buď k udržení konkurenční pozice, nebo jako investici s cílem zvýšit růst,

²⁰ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.235

²¹ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.200

²² Insider trading znamená nákup či prodej akcií ze strany např. zaměstnanců společnosti, kteří využijí vnitřních informací (odtud pojem insider), které ostatní akcionáři nemají k dispozici. Na vyspělých trzích je insider trading trestný.

kdy je management přesvědčený o tom, že každý takto investovaný dolar přinese hodnotu větší než dolar.

Kvalitní a vůči akcionářům přátelský (tzv. shareholder friendly) management vyhledávají kromě individuálních investorů i manažeři hedžových fondů²³ jako jsou Ken Fisher nebo Bill Ackman. V některých případech mohou právě fondy coby držitelé velkých balíků akcií vytvářet tlak na management firmy aby odměňoval více své akcionáře a pracoval v jejich prospěch (např. aktuální soudní spor fondu Greenlight Capital investora Davida Einhorna se společností Apple).

Určité vodítko o chování managementu může investorovi nabídnout také pohled na, podle zákonů povinně zveřejňované, obchody insiderů (management, zaměstnanci společnosti). Pokud insideři výrazně nakupují akcie firmy, lze to vnímat jako výraz důvěry ve světlou budoucnost společnosti. V případě, že dojde k zásadním výprodejům ze strany insiderů je pravděpodobné, že manažeři očekávají zhoršení ekonomického postavení společnosti.

Úspěšní investoři hledají u společností, do kterých hodlají investovat, několik charakteristických rysů: cenotvornou sílu, nízké riziko substitutů, malý vliv regulátora na podnikání firmy a udržitelnou konkurenční výhodu. Zároveň by společnost měla být schopna *„zvyšovat ceny, i když je poptávka po produktu beze změn, a to bez nebezpečí, že firma přijde o výrazný podíl na trhu a pak také o schopnost růstu, a to i přes nízké požadavky na další kapitálové investice“*²⁴.

K udržení cenotvorné síly je třeba, aby k nabízenému produktu nebo službě nebyl k mání žádný blízký substitut. Nicméně pro firmu je důležitější, jak vnímá situaci samotný zákazník, než jaký je reálný stav. Značkové produkty v jakékoliv oblasti jsou na tom, jak jsou vnímány zákazníkem, naprosto závislé. Proto investují značné částky do propagace a přesvědčení zákazníka, že i když zaplatí za značkový produkt poněkud více než za neznačkový dostane vyšší kvalitu. Firma tím usiluje o to, aby zákazník postavený před volbu mezi oblíbeným značkovým produktem a produktem neznačkovým, volil raději ten značkový i když by musel ujit o 5 bloků dále nebo zaplatit o dolar více. Toto lze vnímat jako hodnotu franšízy.

Cenotvornou sílu podnik může významně podpořit vybudováním toho, co Warren Buffet nazývá „příkopem“, nebo-li dlouhodobě udržitelnou a významnou

²³ Hedžový fond (v angl. hedge fund) je typem fondu, který své investice zajišťuje (hedge) např. proti měnovému riziku, prostřednictvím opcí proti případné ztrátě atd.

²⁴ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.187

konkurenční výhodou. Jedná se obranný prostředek, který zamezuje jiným firmám dostat se na území, kde společnost podniká. Konkurenční výhodou může být např. naprosto unikátní a špatně okopírovatelný produkt (Coca-Cola), dominantní postavení na trhu (Gillette) či práva k vytvořeným postavičkám a filmovým archivům (Walt Disney).

Kromě cenotvorné síly hodnotový investor vyžaduje od společnosti také sílu finanční. Společnost by tedy měla splňovat následující podmínky: zisk lze navýšit pomocí malého množství dodatečného kapitálu (vysoké ROE) a společnost má značný bezpečnostní polštář, pokud jde o solventnost – nízký poměr zadlužení k vlastnímu kapitálu.

Poté co investor analyzuje kvalitativní stránky firmy, je jeho úkolem vypočítat vnitřní hodnotu, porovnat ji s aktuální cenou a určit tak velikost bezpečnostního polštáře umožňujícího investici.

Hodnota jakéhokoliv finančního aktiva se rovná diskontované hodnotě budoucího čistého cash flow. U kmenových akcií se vnitřní hodnota rovná diskontované hodnotě zisků vlastníků, které lze z firmy získat během zbývajících doby jejího fungování. Diskontovat musíme, neboť 1 dolar, který získáme příští rok, přespříští rok atd., nemá pro investora stejnou hodnotu jako 1 dolar, který získá nyní.²⁵ Budoucí zisky vlastníků pak určují především kvalitativní faktory jako síla a trvalost obchodní franšízy, finanční síla firmy a kvalita managementu.

Hodnotovorůstové investování zisky vlastníků definuje následovně:

Zisky vlastníků =

Zisk po zdanění

+ odpisy dlouhodobého majetku a další nepeněžní poplatky

– roční výdaje na stroje a zařízení, které podnik potřebuje k plnému zachování dlouhodobé konkurenční pozice

– veškeré dodatečné roční výdaje na pracovní kapitál, který je nutný k udržení dlouhodobé konkurenční pozice

Diskontovanou hodnotu všech odhadovaných budoucích ročních zisků vlastníků (po neomezené období) získáme tak, že roční zisky vlastníků vydělíme příslušnou diskontní sazbou (přičemž odhadované zisky vlastníků jsou ve všech budoucích letech shodné a zisky budou obdrženy v příštím roce):

²⁵ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.238

$$\text{Vnitřní hodnota} = \frac{\text{Roční zisky vlastníků}}{\text{Diskontní sazba}}$$

Diskontní sazba se stanoví jako požadovaná výnosová míra aktiva v dané rizikové třídě. Rovná se nákladům obětované příležitosti, pokud bychom prostředky vložili právě do určeného akciového titulu, nikoli do jiného titulu se stejnou mírou rizika.²⁶

Jakou sazbou diskontovat je předmětem mnoha diskuzí. Nejúčelněji se jeví jako diskontní sazbu, po vzoru Warrena Buffetta, použít výnos z amerických státních dluhopisů (nízké riziko nesplacení). Pokud investujeme jako Buffett do společností, které mají silnou obchodní franšizu a výhodnou strategickou pozici, je zde nízké riziko nesplacení a můžeme bez obav použít jako diskontní sazbu výnosy ze státních dluhopisů. Investor by se každopádně neměl spokojit s akciovým výnosem nižším než výnosem, který může získat z bezpečných státních dluhopisů.

Určitá část investorů ovšem vyžaduje detailnější postup s ohledem na riziko. V takovém případě diskontní sazbu stanovují jako součet bezrizikové sazby (výnos ze státních dluhopisů) a rizikové prémie pro daný trh (nad sazbu státních dluhopisů).

Zatímco bezriziková sazba je objektivně existující hodnota bez ohledu na názor investora, riziková prémie je kombinací objektivní a subjektivní. Objektivní charakter rizikové prémie pramení z toho, jaké byly historické výnosy konkrétního rizikového aktiva v porovnání s bezrizikovou sazbou. Tedy, o kolik více než státní dluhopisy vynášelo rizikové aktivum v minulosti. Subjektivní charakter rizikové prémie pramení z toho, jaké požadavky má investor na svou odměnu za podstoupené riziko.²⁷ Dva různí investoři se mohou v pohledu na to jaký výnos požadují lišit. Zatímco prvnímu může stačit riziková prémie 5 %, ten druhým může požadovat 15 %. Logicky pak oba dojdou k různým vnitřním hodnotám téže akcie. Riziková prémie je tedy subjektivním odrazem investorova postoje k riziku.

Na různých trzích můžeme dojít k různým rizikovým prémii. Země které jsou stabilní a málo riskantní mají obecně nižší rizikovou prémie. Rolí zde hraje stabilita ekonomiky, rozvinutost a struktura kapitálového trhu v dané zemi nebo politické riziko. V tabulce (Tab. 1) jsou na základě historických dat sestaveny průměrné rizikové prémie pro trhy s různou mírou rizika.

²⁶ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.239

²⁷ GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 2005. s.56

Tabulka 1: Průměrné rizikové prémie trhů v r.2012

Země	Riziková prémie nad sazbu státních dluhopisů
USA	5,5 %
Německo	5,5 %
Brazílie	7,9 %
Japonsko	5,5 %
Česká republika	6,8 %
Rusko	7,6 %
Čína	8,7 %
Kanada	5,4 %
Jižní Korea	6,7 %
Argentina	10,9 %
Švýcarsko	5,4 %
JAR	6,5 %

Zdroj: FERNANDEZ, P., AGUIRREAMALLOA, J. a AVENDAÑO, L.C. - *Market Risk Premium Used in 82 Countries in 2012*. s. 3.

Jelikož se hodnotovorůstová analýza zabývá odhadem budoucích událostí, může být v určitých směrech nejistá. Protože je zde široký prostor pro pochybnosti a případné chyby je hodnotovorůstový investor nucen se opřít o výrazný bezpečnostní polštář a rozhodnutí k nákupu by měl učinit až ve chvíli kdy je rozdíl mezi vnitřní hodnotou a aktuální cenou akcie velmi výrazný.

Hodnotovorůstová metoda vyžaduje detailní znalost každé kupované akcie. Takto hluboké znalosti však nejsou možné, pokud se v portfoliu nachází více než dvanáct akcií. Většina investorů dokáže zvládnout od tří do sedmi akcií, pak se již ve svém portfoliu začíná ztrácet. Investoři, kteří mohou výběru akcií věnovat velké množství času, pak mohou být schopni sledovat až dvanáct společností. My ostatní si ovšem musíme určit ideální počet akcií, které jsme schopni časově, i pokud jde o vynaloženou energii, zvládnout.²⁸ Hodnotovorůstový model tedy poněkud nekonvenčně využívá nízké diverzifikace. Zvyšování počtu titulů v portfoliu tak podle tohoto principu

²⁸ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.248

vede spíše k zvyšování rizika než k jeho snižování. S velkým počtem titulů v portfoliu investor ztrácí koncentraci a schopnost detailně rozumět a sledovat dění okolo všech vybraných společností.

Hodnotovorůstoví investoři také téměř nikdy neprodávají a drží akcie po velmi dlouhou dobu. Brání se jednak vysokým transakčním nákladům při krátkodobém obchodování (daně, poplatky brokerům) a pokud společnost prošla analýzou hodnotovorůstového investora, má s velkou pravděpodobností mnoho silných stránek, které ji udrží na špičce i příštích 20 let. Vlastnění po dlouhou dobu investorovi také umožňuje získat hlubší znalosti o firmě a o tom kam dlouhodobě směřuje. K prodeji hodnotovorůstový investor sahá pouze pokud udělal chybu v původní analýze, společnost už nesplňuje charakteristiky hodnotovorůstové investice nebo se jednoduše nachází na trhu lepší příležitosti, což se ovšem děje jen vyjíměčně.

2.5.3 Povahové rysy a osobní vlastnosti investora

Značnou část úspěchu hodnotovorůstového investora paradoxně netvoří jenom schopnost správné a důkladné analýzy, ale především jeho individuální psychologické nastavení.

Středobodem pro každého investora je jednoznačně nezávislé myšlení. Trh funguje na principu maniodepresivního stáda, u kterého se střídají období bezbřehého optimismu s obdobími strachu, paniky a katastrofických scénářů. Dav má tendenci následovat několik málo vůdců bez ohledu na to zda vůdci jednaní správně nebo špatně. Hodnotovorůstový investor na rozdíl od investičního davu spoléhá vždy na fakta a výsledky důkladných testů kterým společnost podrobil. Nemá také příliš potřebu věnovat se doporučením analytiků a každodenním zprávám z trhu. S ohledem na to, že mnoho investičních profesionálů nepřekoná index bývá hodnotovorůstový investor velmi často úspěšnější než analytici.

Hodnotovorůstové investování vyžaduje od investora určité penzum znalostí z oblasti strategické analýzy, ekonomie, financí a účetnictví. Investor tak musí být schopen a ochoten tomuto způsobu investování věnovat čas.

Investor je také často postaven před rozhodování podle neúplných nebo chybějících informací. Protože hodnotovorůstový investor vyvíjí snahu hodnotit budoucí vývoj (např. zisky vlastníků, které teprve budou realizovány) ne vždy jsou jeho odhady přesné.

V obdobích býčího trhu na kterém spekulanti vydělávají značné sumy, je pro investora složité zůstat stranou a odolat pokušení pustit se do spekulací. Schopnost udržet disciplínu je jedním z nejdůležitějších principů kvalitního investování.

Hodnotovorůstový investor je ve svých investičních aktivitách důsledný. Svůj investiční styl nemění. Proto je nutné si osvojit pravidelnou rutinu a řídit se tou nejlepší praxí. I v hodnotovém investování přicházejí špatné roky. V takovýchto obdobích je nutné odolat pokušení danou metodu opustit a vyzkoušet nejnovější módní trend. Důslednost je dále potřebná při sledování vývoje dané společnosti.²⁹ Investor by si měl pravidelně ověřovat, jestli vybraná společnost má i nadále dostatečnou kvalitu a není tudíž potřeba její akcie prodat.

²⁹ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.251

3 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ VÝBĚR AKCIÍ

Pro úspěšný výběr akcií je zásadní znalost globálního makroekonomického prostředí a faktorů, které na něj působí např. inflace, úrokové sazby, rozpočtová politika nebo globální pohyb kapitálu. Spolu s tím investor analyzuje také odvětví ve kterém společnost působí a perspektivu jeho vývoje.

3.1 Inflace a deflace

Velice zajímavý a nejednoznačný je vliv inflace na ceny akcií. Protože podniky prodávají své výrobky za tržní ceny, rostou tržby podniků současně s růstem spotřebitelských cen. Proto mohou akcie do jisté míry fungovat jako ochrana proti inflaci. Je však nutné zdůraznit, že tato ochrana není plně spolehlivá. Inflace totiž často doprovází jiné hospodářské problémy, které mohou ohrožovat zisky podniků.³⁰

Graham k faktoru inflace říká toto: „*Lidé s fixními příjmy (tzn. vlastníci dluhopisů) doplatí na to, když dojde ke zvýšení životních nákladů, a totéž platí i pro pevnou částku jistiny investice. Držitelé akcií mají šanci, že pokles kupní síly měny bude vykompenzován nárůstem dividend nebo cen jejich akcií.*“³¹

Inteligentní investor se proti inflaci může pokusit zajistit několika způsoby. Nejčastějším aktivem, které je považováno za ochránce proti inflaci, je zlato a částečně také stříbro. Jelikož jsou drahé kovy denominované v amerických dolarech za trojskou unci, pokles hodnoty dolaru bývá kompenzován růstem ceny zlata.

Další variantou jsou tzv. REIT (Real Estate Investment Trusts) což jsou společnosti vlastníci a pronajímající bytové i komerční nemovitosti. Kromě samostatně obchodovaných REIT může investor vložit své prostředky i do nízkonákladových nemovitostních podílových fondů. I když nelze REIT považovat za bezvadně fungující řešení inflace, v dlouhém období by investorovi tyto fondy měly zaručit určitou ochranu před inflací způsobenou erozí kupní síly, aniž by nějak podstatně brzdily investorovy výnosy.³²

Deflace naopak coby investici favorizuje dluhopisy, především kategorii střednědobých a dlouhodobých vládních bondů. V tomto prostředí vládní dluhopisy nabízí dobré zhodnocení s relativně nízkou mírou rizika.

³⁰ KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 2010. s.83

³¹ GRAHAM, B. *Inteligentní investor*. 2007. s.57

³² GRAHAM, B. *Inteligentní investor*. 2007. s.67

3.2 Úrokové sazby

Rostoucí úrokové sazby znesnadňují firmám možnost získání kapitálu a financování případných investic společností. Zvyšování sazeb nepříznivě ovlivňuje také generování budoucí hodnoty pro akcionáře což se v následcích projevuje poklesy akciových trhů.

Hodnota akcií je dána tím, jak kapitálový trh odhaduje celkovou sumu budoucích dividend. Rostou-li úrokové míry, hodnota budoucích dividend se snižuje, a naopak. Na rozdíl od výplaty dluhopisových kuponů není budoucí výplata dividend nijak zaručena. Není jisté, v jaké výši a zda vůbec budou dividendy vypláceny a jaký bude jejich daňový režim. Ačkoli obecně akcie reagují na změny úrokových měr stejně jako obligace, v některých případech tomu může být jinak.³³

Problematice vlivu úrokových sazeb na ceny akcií se ve své knize *Investiční horečka* věnuje také americký ekonom Robert J. Shiller: „*Úrokové sazby patří mezi nejdiskutovanější ukazatele vztahující se k akciovým trhům. Během akciového boomu v devadesátých letech se často upozorňovalo na klesající úrokové sazby. Ve skutečnosti úrokové sazby klesaly víceméně od roku 1982, od období dna akciového trhu. Domněnka, že pokles úrokových sazeb vysvětluje nárůst hodnoty akciového trhu, byla v devadesátých letech všeobecně považována za fakt*“³⁴.

V roce 1997 předseda Federálního rezervního systému (Fed) Alan Greenspan ve zprávě o měnové politice pro Kongres uvedl, že od roku 1982 lze vyzorovat záporný vztah mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů a poměrem P/E celého trhu. Takovýto vztah tedy měl v praxi znamenat že pokud úrokové sazby klesají, akciový trh roste. Analytik Ed Yardeni z firmy Prudential Securities tento model označil za tzv. „Fed model“ a toto označení se poměrně rychle ve finanční komunitě vžilo. Mnoho analytiků i přes slabou prokazatelnost, že funguje, stále používá Fed model jako nástroj k určení zda je celý trh podhodnocený nebo nadhodnocený.

3.3 Politicko-ekonomický vývoj

Výkyvy v podobě událostí s přímým vlivem na ekonomiku jako jsou ropné krize, cílené manipulace s měnou (např. Čína), hyperinflace, obchodní války, výsledky voleb,

³³ KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 2010. s.61

³⁴ SHILLER, R. J. *Investiční horečka: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 2010. s.31

konflikty nebo neočekávané události označované jako tzv. černé labutě³⁵ mohou znamenat značné zásahy pro finanční trhy a četné výkyvy také zpravidla uvrhnou světové ekonomiky do recesí. Z nejvýznamnějších geopolitických událostí, s vlivem na akciové trhy za posledních 50 let, můžeme jmenovat ropné šoky (1973 a 1979), teroristické útoky na USA (2001) nebo války v Iráku (1991,2003) a Afghánistán (2001).

Politická rozhodnutí se stávají pro směřování akciových trhů v posledních letech naprosto zásadní. Projevy představitelů EU nebo předsedy Federálního Rezervního Systému (Fed) Bena Bernankeho jsou dnes mnohem více sledované a mají vyšší dopad na chování trhů než před deseti lety. Vliv na trhy mohou mít také komentáře významných centrálních bankéřů a rozhodnutí zemí G7 potažmo G20.

Krátkodobé pohyby na trzích vyvolávají také spekulativní očekávání o výsledcích politických jednání (např. fiskální útes v USA) nebo očekávání týkající se výsledků voleb v některé zemi.

3.4 Rozpočtová politika státu

Rozpočtová politika má za úkol řídit příjmy, výdaje a státní dluh. Pro vývoj na akciových trzích je důležité daňové prostředí v dané zemi. Pokud zde existuje vysoké daňové zatížení pro firmy, ty pak nemohou svým akcionářům vyplácet odpovídající dividendy a snižuje se tak jejich atraktivita pro případné investory. Z pohledu akciových společností může výdajová politika státu pomoci, pokud vede k nákupu zboží či služeb daných firem, čímž se zvyšuje jejich ziskovost (např. státní zakázky pro zbrojařské nebo stavební firmy).

3.5 Globální pohyb kapitálu

Pohyb kapitálu v mezinárodním měřítku je v jednotlivých zemích ovlivněn otevřeností a snadným přístupem pro zahraniční kapitál a investory. Vliv zahraničního kapitálu se zvyšuje v situaci kdy má likvidita místního trhu klesající tendenci.

Příliv zahraničního kapitálu do země vede k růstu místního akciového trhu, naopak odliv kapitálu je spojen s poklesem a eventuální krátkodobou krizí dané

³⁵ Černé labutě jsou označením pro nepředvídatelné jevy a události typu 11. září, přírodních katastrof nebo pádu banky Lehman Brothers a globální finanční krize. Pochází z knihy *Černá labuť* (2011) od amerického akademika a investičního poradce libanonského původu Nassima Taleba.

ekonomiky. Velkou část volatility, spojené s odlivem kapitálu ze země, má na svědomí především kapitál spekulativního charakteru.

3.6 Analýza odvětví

Jelikož obecná perspektiva podniku je zásadně ovlivňována ustanovením cen na trhu, věnuje analytik cenných papírů přirozeně velkou část své pozornosti hospodářské situaci v daném odvětví a pozici individuálního (oceňovaného) podniku v rámci tohoto odvětví. Analýzy tohoto stavu mohou poodhalit důležité faktory, jež budou hrát v budoucnu významnou roli, avšak jež zatím nejsou současným trhem dostatečně doceňovány. Je-li možné učinit takovýto závěr alespoň s přijatelným stupněm důvěry, lze na tom postavit solidní investiční rozhodnutí.³⁶ Při výběru akciových titulů tedy investor zvažuje odvětví ve kterém společnost působí. Hledá odpovědi na otázky o perspektivě daného odvětví (krátkodobě i dlouhodobě), jaký je inovační a technologický potenciál, míra ziskovosti a nákladů atd.

3.6.1 Cykličnost

Samotná odvětví můžeme rozčlenit do tří velkých skupin: cyklická, necyklická a neutrální. Cyklická odvětví se vyvíjí v přímé závislosti na fázích hospodářského cyklu. V dobách expanze jsou společnosti ziskové, rozšiřují výrobu a mají dostatek finančních prostředků na investice. Během poklesu a recese takové společnosti rychle ztrácejí ziskovost, klesá odbyt, případně ztrácí postavení na trhu. Vzorovým příkladem cyklických akcií jsou firmy podnikající ve stavebnictví, automobilky a jiní výrobci tzv. zboží dlouhodobé spotřeby.

Podniky působící v neutrálních odvětvích nebývají příliš zasaženy vývojem hospodářského cyklu, vykazují poměrně stabilní ziskovost a fungují v oboru kde je nízká elasticita poptávky. Za takové podniky lze označit farmaceutické a potravinářské společnosti.

Anticyklická odvětví vykazují nejlepší výsledky v obdobích hospodářského propadu, zpravidla lze do tohoto odvětví zařadit tabákové společnosti, diskontní obchodní řetězce nebo společnosti podnikající v zábavním průmyslu. Většina zákazníků se tradičně během recese přesouvá od dražších produktů k levnějším což zvyšuje ziskovost např. zmíněných diskontních řetězců. Paradoxem posledních let (cca od r. 2007/2008 do současnosti) je i přes období recese v USA a Evropě rapidní nárůst

³⁶ GRAHAM, B. *Inteligentní investor*. 2007. s.258

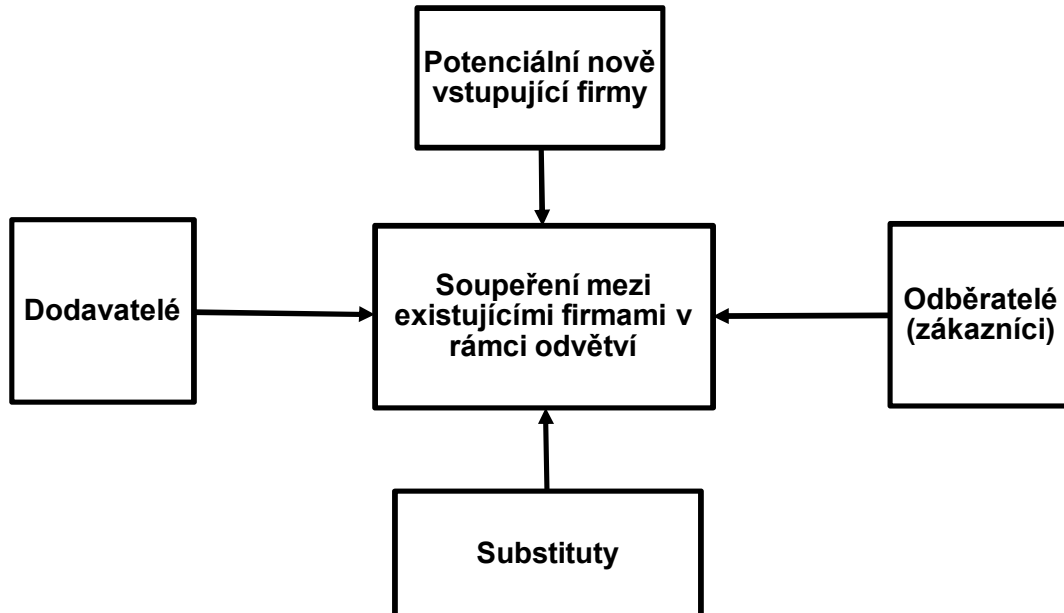
ziskovosti společností vyrábějících luxusní zboží (např. Louis Vuitton Mōet Hennessy, Christian Dior nebo Hermes International), který je tažený především velkou poptávkou na rozvíjejících se trzích jako je Čína.

3.6.2 Pět konkurenčních sil

Hodnotovorůstový investor při své analýze odvětví může využít tzv. Porterův model pěti konkurenčních sil v odvětví. Autorem tohoto modelu je Michael Porter, profesor ekonomie na Harvard Business School.

Michael Porter vytvořil rámec pro analýzu sil, které tlačí výnosy k dokonale konkurenční úrovni. Daný rámec se nespokojuje jen s jednoduchou analýzou intenzity soupeření mezi stávajícími konkurenty a potenciálem pro vstup nových subjektů, ale poskytuje mnohem hlubší pohled. Porter poukázal na to, že i odběratelé, dodavatelé a substituční produkty jsou také v zásadě pro firmy působící v určitém odvětví „konkurenty“, a to v tom smyslu, že před firmy, které dosahují nadprůměrných výnosů kladou určitá omezení. Struktura Porterova modelu je zachycena na obrázku (Obr. 2).

Obrázek č.2: Porterův model pěti konkurenčních sil



Zdroj: Porter's Five Forces Model. In: *NotesDesk.com* [online]. 4.4.2009 [cit. 2013-01-24]. Dostupné z: <http://notesdesk.com/notes/strategy/porters-five-forces-model-porters-model/>

Prvotním hybatelem konkurenčních sil v odvětví jsou nové firmy, které mají zájem vstoupit na trh a odkrojit si pro sebe tržní podíl. Jestliže odvětví generuje výnosy

přesahující výnosy jiných odvětví (se srovnatelným rizikem), funguje jako sklenice medu – brzy přiláká roj hladového hmyzu, který se bude chtít části medu zmocnit. Ve snaze získat tržní podíl pak nově příchozí subjekty dále zvyšují nadměrnou kapacitu, kterou odvětví vykazuje. Výsledkem pak je snížení cen u všech firem, které v sektoru působí, případně nárůst nákladů původních hráčů v sektoru, kteří se snaží udržet tržby pomocí investic do marketingu, výhodných nákupních podmínek pro zákazníky a dalších podobných nástrojů.³⁷

Firmy, které již v sektoru, do kterého hodlá nová společnost vstoupit, působí, reagují na podobné snahy stavěním bariér pro vstup a vysílají jasné signály o tom, že pokud se společnost i přes vystavené překážky rozhodne vstoupit do sektoru, bude muset čelit radikálním odvetným opatřením. Příklady takového jednání nalezneme především u výrobců nealkoholických nápojů nebo počítačového softwaru.

Překážky, které firma může klást novým firmám mají široký rozsah. Velké firmy v odvětví mohou využívat úspor z rozsahu, popřípadě je samotný vstup do odvětví spojen s extrémně velkými kapitálovými náklady (např. výrobci hliníku) či náklady na marketing. Překonat dominantní značky jako Coca-Cola, Washington Post nebo McDonald's je pro nové firmy prakticky nemožné.

Pro nově vstupující firmy někdy bývá obtížné identifikovat v čem tkví podstata úspěšnosti určité společnosti. Pokud se nově vstupující rozhodne imitovat určitý existující produkt nebo službu vystavuje se velmi velkému riziku neúspěchu.

Tradiční překážkou pro nováčky v potravinářském odvětví jsou distribuční kanály kontrolované předními společnostmi v sektoru (např. Coca-Cola). Pokud odběratelé přistoupí na změnu dodavatele, je logické, že po něm budou požadovat nižší ceny a výhody, což nové firmě může zkomplikovat pozici. Odběratelé také velmi pečlivě zvažují zda se jim vyplatí z hlediska přechodových nákladů přestup od jednoho dodavatele k jinému.

Bariéru pro vstup tvoří také diferenciace. Diferenciací je míněno to, že produkt nabízí vyšší hodnotu než produkt konkurenční. Můžeme též hovořit o určité pověsti a dobrém jménu společnosti. Na trhu existuje mnoho druhů limonád, ale jen jedna Coca-Cola, mnoho výrobců sportovního oblečení, ale jen jedna značka Nike.

Svoji roli také hraje legislativa a politika státu. Patenty, státní regulace cen, tarify a kvóty nebo státní dotace preferovaným sektorům (např. zelené energie) mohou velmi omezit možnost novým konkurentům vstoupit do odvětví.

³⁷ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.259

Hodnotovorůstový investor se také musí zabývat rivalitou mezi stávajícími konkurenty v sektoru. Intenzivní souboje o tržní podíly, cenové války a vysoké náklady na neustálé zlepšování a vývoj produktů, které mají udržet firmu o krok před konkurenty často snižují výnosovou míru.

Pokud sektor postrádá dominantního hráče jsou souboje o zisk a podíl na trhu o to krutější. Z častých inovací a snižování cen v takových sektor profitují nejvíce zákazníci zatímco soupeřícím společnostem klesají zisky.

Rychle rostoucí odvětví ve kterém se jedné firmě zvyšují tržby dokáže absorbovat i konkurenční společnosti aniž by se jim významně snížily jejich zisky. Rivalita naopak roste pokud odvětví roste pomalu.

Firmy v určitém odvětví mohou mít naprosto odlišné plány, cílové skupiny a strategie, a to v závislosti na původu, cílech mateřské společnosti a charakteru. To, co může jedné firmě připadat racionální, se jiné jeví jako hloupost a jako jednání, které poškozuje odvětví. Ve svém konkurenčním jednání pak na sebe firmy "mohou navzájem narazit".³⁸

Ziskový potenciál společnosti může být ohrožen existencí substitutů. Ze své povahy substituční produkty nebo služby mají stejnou funkci jako již existující produkty. Pro knižní maloobchody je hrozbou substitutu pořizování knih na internetovém obchodu Amazon. Nástup e-mailu je zase negativně vnímán např. v sektoru poštovních služeb. Hrozba že odběratel přejde na substitut se zvyšuje pokud jsou pro něj přechodové náklady nízké a v poměru cena/výkon je substitut lepší nebo efektivnější.

V modelu pěti konkurenčních sil hrají významnou roli také vyjednávací vlivy jak ze strany odběratelů (zákazníků) tak dodavatelů. Odběratelé svůj vyjednávací vliv využívají ke snižování cen, zvyšování kvality nebo tlaku na zavedení více služeb. Tento vliv má za cíl redukovat marže odvětví. Za příklad velkého odběratelského vlivu můžeme použít řetězec Wal-Mart, který je schopen vůči výrobcům potravin, oděvů nebo hraček vyvinout velmi silný tlak. Pokud většinu nákupů na trhu vytváří pouze hrstka velkých společností je jejich odběratelská pozice vůči dodavatelům velmi silná. V některých odvětvích může dokonce dojít k tzv. monopsonu kdy je na trhu pro několik dodavatelů pouze jeden odběratel. K monopsonu dochází především v oblasti obrany kde je často jediným odběratelem stát. Silnou vyjednávací pozici mají odběratelé také v situaci, kdy většina dodavatelů na trhu dodává produkt, který se z velké části neliší od

³⁸ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.264

produktů dodávaných ostatními společnostmi. Například výrobci automobilů pak coby odběratelé mohou při vyjednáváních s dodavateli využít hrozby, že si některé komponenty budou raději vyrábět sami.

Vyjednávací vliv dodavatele je v mnoha ohledech zrcadlovým obrazem vyjednávacího vlivu odběratele. Vlivní dodavatelé jsou schopni nastavit ceny tak, že výrazně převyšují jejich výrobní náklady; mohou si tak přivlastnit významnou část hodnoty vytvořenou v rámci odvětví, v nichž působí. Dodavatelé uplatňují svůj vliv zvyšováním cen nebo snižováním kvality výrobků či služeb. Vlivným dodavatelem u výrobců počítačů je například Intel. Naopak v odvětví televizních stanic, které má často potíže dosáhnout zisku, mají značný vliv majitelé práv na sportovní pořady či producenti úspěšných televizních pořadů.³⁹ Typickým dodavatelem s obrovským vyjednávacím vlivem je společnost Coca-Cola. Coca-Cola funguje v odvětví (maloobchod), které je vysoce roztržštěné a nabídku ovládá jen několik společností. Ani velké obchodní řetězce nemají proti síle značky Coca-Cola příliš velký vyjednávací vliv. S padesátiprocentním podílem na celkovém trhu se sycenými nealkoholickými nápoji a dominantním 50-60 % podíly na trzích jako je Německo, Francie nebo Španělsko může Coca-Cola sama bez obtíží diktovat ceny. Vliv dodavatelů posiluje také ve chvíli kdy na trhu není dostupný nebo vůbec neexistuje substituční produkt. Pokud je dodavatelův produkt nezbytný pro to aby odběratel uspěl v odvětví, může dodavatel produkt dodávat za vyšší ceny. Míra dodavatelova vlivu je odvislá i od množství informací, které o něm odběratel má.

3.7 Vývoj odvětví

Model pěti konkurenčních sil je v zásadě statický, hodnotovorůstový investor ovšem musí pracovat s předpovědí, jak pozitivně bude struktura odvětví vypadat v budoucnosti. S tím jak firmy, dodavatelé a odběratelé vyvíjejí strategickou činnost s cílem zvýšit svůj vliv, se mění taktéž celá odvětví. Změny odvětví dále souvisejí s dopadem, který mají nové technologie a proměny státní politiky na základní složky hospodářství.⁴⁰

³⁹ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.268

⁴⁰ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.270

Poté co investor dokončí své zhodnocení odvětví pomocí modelu pěti konkurenčních sil a získá tím jakýsi statický obrázek o situaci, je potřeba aby svoji pozornost věnoval faktorům, které pravděpodobně budou ovlivňovat vývoj odvětví. Historie zná příklady firem, které svoji silnou cenotvornou sílu a zdánlivě pevnou pozici na trhu díky vývoji v odvětví ztratily. Například IBM nezvládla na přelomu 80. a 90. let čelit úspěchům Microsoftu nebo Applu s osobními počítači, firma Chrysler, která se dlouhodobě potýká s finančními potížemi, ztratila svůj vliv díky ostré asijské konkurenci a aktuálně sem můžeme zařadit také finského výrobce mobilních telefonů Nokia který se dostal na hranu bankrotu díky nesprávnému odhadu jak se bude vyvíjet trh s chytrými telefony a operačními systémy pro ně.

V rámci hodnotorůstové strategie by se investor neměl snažit vytvářet dlouhodobé strukturální analýzy pro ty odvětví, u nichž působí velké množství nejistých proměnných. Obecně známý je v tomto ohledu přístup Warrena Buffetta, který s jedinou výjimkou v roce 2011 (masivní nákup akcií IBM) nikdy nekupoval akcie technologických firem, protože z jeho pohledu působily v odvětví kde je obtížné predikovat dlouhodobý budoucí vývoj. Investor by si měl především položit následující otázky: Dojde-li ke změně technologie nebo legislativy, vytvoří se či odstraní bariéry vstupu nebo odchodu z odvětví? Bude změna ve společenském trendu znamenat změnu ve vlivu odběratelů? Síly, které posouvají vývoj odvětví směrem kupředu jsou dále rozebrány v podkapitolách.

3.7.1 Technologický vývoj

Nejviditelnější a nejrozšířenější formu změny ve společnosti představuje technologický vývoj. Nové produkty, procesy a materiály mají nejen přímý vliv na lidi, ale také mění konkurenční síly v rámci odvětví. Podívejme se jen na posledních sto let. Vynálezy a inovace v oblastech jako například elektrická energie, komunikace, doprava, léčiva, počítače či satelity měly a mají výrazný dopad na každodenní život i strukturu odvětví. Většina dnešních odvětví ostatně před sto lety ani neexistovala (srov. například telefonní call centra, webdesign, genomiku, výrobu televizních programů).

Vzhledem k tomu, že technologický vývoj má tendenci zrychlovat, je před hodnotorůstového investora kladena překážka jak správně zhodnotit dlouhodobý charakter výnosnosti odvětví. Investoři, kteří disponují dostatečnými odbornými znalostmi např. v oblastech IT a biotechnologií mohou tato velmi rychle se vyvíjející odvětví ohodnotit lépe než většina ostatních investorů. Hodnotorůstoví investoři

z řad běžné veřejnosti by se proto měli zaměřit spíše na odvětví, která jsou více předvídatelná a jejich vývoj je pomalejší.

Drtivá většina firem musí brát v potaz nové technologie (např. internet), ovšem některým společnostem jako je Coca-Cola, Wall Street Journal nebo výrobce cukrovinek Hershey se jejich produkce a prodej příliš nezmění. V případě internetu se tyto společnosti mohou bez potíží adaptovat, aniž by výrazně změnily způsob svého podnikání. Coca-Cola může využít internet jako nástroj ke koordinaci dodavatelů a stlačování cen. Wall Street Journal může vytvořit svoji webovou edici a papírová verze se bude stále dobře prodávat. Hershey může prodejem na internetu rozšířit působnost ale její vztah se zákazníky a dodavateli to s největší pravděpodobností příliš nezmění.

Technologie mohou mít na strukturu odvětví různé dopady. V důsledku technologického vývoje se mohou proměňovat náklady na substituty a jejich kvalita. V případě, že se poklesem nákladů nebo zlepšením kvality výrazně sníží přechodové náklady odběratelů, může tím být radikálně ovlivněna poptávka. Tuto proměnu můžeme sledovat např. u nákupu letenek (přechod od cestovních kanceláří k nákupu na internetu) nebo u brokerských společností (nahrazení tradičních makléřů online brokery).

Rozvoj internetu ovlivnil mimo jiné i překážky vstupu do odvětví. Hudební a novinová vydavatelství dnes mohou být pod relativním tlakem působení daleko menších subjektů. Překážkou, kterou může kupříkladu farmaceutická společnost klást, aby ubránila svoji pozici, může být rychlý a častý vývoj produktu. V oblasti léčiv jsou náklady na vývoj léků natolik vysoké, že si široký vývojový program mohou dovolit jen ty nejbohatší firmy.

Technologický vývoj má dále dopad na hodnotový řetězec. Nové technologie mohou řetězec od těžby surovin po finální produkt zkrátit. Odstranění mezičlánků (tzv. disintermediaci) můžeme pozorovat v oboru pojišťovnictví. Pojišťovny méně využívají zprostředkovatele, kteří pojištění nabízejí, protože se klienti mohou obrátit na pojišťovnu přímo (telefon, internet).

Internet změnil také oblast marketingu. Marketingové metody se za posledních padesát let výrazně změnily. Mezi poslední inovace pak patří například využívání blikajících bannerů na webových stránkách. Firmy, které ještě před třemi či čtyřmi lety neexistovaly, dnes mají celosvětový dosah za zlomek nákladů, které by musely vynaložit na reklamu v televizi, rádiu či tištěných médiích. Tento vývoj lze chápat jako hrozbu lokálním výrobcům, neboť mocné globální subjekty pronikají do odvětví, která byla dříve jasně geograficky ohraničena. Marketingové inovace také umožňují

propagaci produktové diferenciaci, čímž se mění rovnováha vlivu mezi výrobcem a odběratelem.⁴¹

Se změnami v technologiích se mohou měnit segmenty odběratelů. Původně byly mobilní telefony určené jedincům z vyšších příjmových skupin a s nedostatkem času. Použití mobilu bylo ve svých dřevních dobách omezené také lokalitou (např. pouze v centrech měst). Aktuálně jsou největší cílovou odběratelskou skupinou děti a mládež. Dalším příkladem změny odběratelského segmentu díky vývoji technologie je globální polohovací systém GPS. Technologie zpočátku vyvinutá pouze pro armádní účely je dnes běžnou součástí automobilů, mobilních telefonů atd.

Technologický pokrok ovlivňuje i hranice odvětví. S tím jak se sbližují telekomunikace, IT a televizní vysílání je pravděpodobné, že se hranice odvětví významně rozšíří. Změní se požadavky a vliv odběratelů, větší vliv budou mít poskytovatelé obsahu a přirozeně na trh vstoupí noví konkurenti.

3.7.2 Získávání znalostí a zkušeností

Rovnováha vlivu v daném odvětví se v průběhu času mění, neboť jak subjekty které v odvětví působí, tak odběratelé a dodavatelé, postupem doby získávají určitý objem informací a znalostí který mohou využít. Pokud odběratelé pravidelně nakupují určitý produkt, získají povědomí o jeho vlastnostech, kvalitě a také o ceně konkurenčních produktů. Může také dojít k tomu, že jak roste objem tržeb a zkušenosti odběratelů jsou detailnější, produkt se dostane na úroveň komodity. Odběratelé kladou vyšší nároky na vlastnosti, na nižší cenu a na doplňkové služby a servis. Příkladem je obor osobních počítačů, kdy se s větším počtem výrobců rozšířil trh, odběratelé získali více znalostí, začali požadovat např. software zdarma, vyšší výkon nebo poprodejní služby a počítače se tak jako produkt komoditizovaly.

Stávající konkurenti i nově přichozí subjekty se spolu s tím, jak se odvětví vyvíjí, také učí. V nově vzniklých odvětvích ovšem často panuje značná nejistota. V prvé řadě je obtížné určit velikost potenciálního trhu, pravděpodobnou poptávku po určitých vlastnostech produktů ze strany odběratelů, charakteristiku odběratelů atd. Výsledkem pak je sklon zkoušet nejrůznější obchodní modely a obecně pak experimentovat. V průběhu vývoje, kdy se utvářejí základní rysy odvětví a firmy zjišťují, které strategie jsou nejúčinnější, pak ke slovu přichází selekční proces, který „zkušební“ období

⁴¹ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.273

ukončuje. Jakmile se tedy situace v odvětví ustálí a jeho vývoj je předvídatelnější, vstupují do něj nově příchozí firmy, které dříve odrazovalo riziko zvolení chybné strategie.⁴² Odvětvím, ve kterých existuje vysoká míra nejistoty, nebývají v hledáčku hodnotovorůstového investora. I investoři, kteří se nebojí investovat do technologických sektorů, raději hledají sektor nebo odvětví, které již vykazalo zavedenou a analyzovatelnou strukturu.

Rozvoj některých odvětví může být postaven na specializovaných znalostech nebo produktech. Pokud společnost takovou znalostí či produktem disponuje, snaží se ho velmi pečlivě ochránit aby se nedostal do rukou konkurentů a udržel společnosti konkurenční výhodu. Je poměrně běžnou obchodní praxí, že v okamžiku, kdy se určitá technologie nebo produkt na trhu ustálí, konkurenti produkt důkladně analyzují, rozebírají a snaží se zjistit jeho složení. V moderní ekonomice znalostí se také velmi často sahá k přetahování klíčových zaměstnanců konkurence. Společnost si musí být vědoma, že dříve či později výhody specializovaných znalostí nebo produktu pominou. To vytváří požadavek neustále inovovat. Společnosti které nejsou schopny přicházet na trh s novými produkty, a spoléhají pouze na patentovou či jinou ochranu, nedosáhnou dlouhodobé konkurenční výhody. V případě, že společnost dlouhodobou konkurenční výhodou disponuje, je téměř jisté že zaujme oko hodnotovorůstového investora.

V situaci, kdy v odvětví působí dvě nebo více dominantních společností, které drží majoritní podíl trhu, obvykle dochází k velmi tvrdému soupeření, cenovým válkám a snižování marží, až do stavu kdy jsou dominantní společnosti naprosto ekonomicky vyčerpané. Takový stav má velmi negativní vliv na odvětví jako celek. Do této situaci dospěly v polovině 80. let společnosti Pepsi a Coca-Cola. Aniž by společnosti otevřeně deklarovaly určitou formu spolupráce, vyslaly vzájemně signály, že jejich soupeření poškozuje jak odvětví tak společnosti samotné (společnosti Coca-Coly končily s vysokými dluhy a nemohly tak rozšiřovat podíl na trhu; Pepsi musela omezit agresivní reklamu) a je třeba situaci vyřešit.

Mnohá odvětví fungují lépe, pokud firmy v rámci dodavatelského řetězce spolupracují a o plody této spolupráce se také dělí, nikoli když usilují o dosažení co nejlepší ceny od dodavatelů či odběratelů. Tato spolupráce v průběhu času roste, v souvislosti s tím, jak se firmy učí ze svých chyb. Výrobce herních konzolí Nintendo původně vytvářel vlastní hry, které měly být rovněž používány na jeho přístrojích.

⁴² ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.275

Z důvodu omezení interní kreativity i kapacity si později hry nechal vyrábět u licencovaných dodavatelů. Jelikož se následně kvalita a nabídka her staly hnací silou odvětví, nabyly úzká spolupráce i dělení zisků pro obě strany na důležitosti. Nintendo zprvu využívalo dominantního postavení k zajištění většiny vytvořené hodnoty pro sebe. Přisvojením neúměrné části zisků si ovšem Nintendo proti sobě popudilo samotné tvůrce her, a když se pak na trhu „vyrojili“ další výrobci konzolí, tvůrci her vycítili šanci na odstranění dominantního postavení Nintenda. Moc se tak přesunula k tvůrcům her a zisky se začaly dělit spravedlivějším způsobem.⁴³

3.7.3 Ekonomické změny

Odvětví u kterého rychle roste objem výroby svoji strukturu a způsob fungování může poměrně značně měnit. Firmy, které produkují velké objemy nahrazují pracovní sílu kapitálem, vykazují vysoké fixní náklady a jejich požadavky na kapitálové investice jsou velmi vysoké. V sektoru s nízkým objemem výroby, který neroste nebo roste pomalu, se pak změna způsobu výroby nemusí podařit v krajním případě nikdy, a nemůže tak být dosaženo vyšších úspor z rozsahu.

Když dojde k zpomalení růstu odvětví je možné že se toto zpomalení významně podepíše na jeho struktuře. Zpomalení tempa růstu znamená problém především pro společnosti, které vyrábí zboží dlouhodobé spotřeby. Firmy navyklé na vysoké meziroční nárůsty tržeb touto situací trpí také. Každoročně prodávají více zboží a zvyšují tak objem výroby až do bodu nasycení, kdy tržby dramaticky poklesnou, protože se zákazníci přesunuli od prvonákupů k nahrazujícím nákupům. Příkladem takového přesunu je trh s mobilními telefony.

Rozložení síly vlivu v odvětví ve fázi růstu se může výrazně odlišovat od situace v období propadu tržeb. Během období růstu dokáže odvětví pojmout nově příchozí subjekty, a přesto dosahují všechny firmy zisků. Spíše než na snižování cen komponentů od dodavatelů se firmy zaměřují na spolehlivost a rychlost dodávek. V období poklesu však nově příchozí konkurenti pro ziskovost celého odvětví představují značné nebezpečí. Dodavatelé pak musejí nést na svých bedrech větší břemeno krize a odběratelé získávají při nákupu obrovský vyjednávací vliv.

Změny ve směnných kurzech, vývoj mzdových nákladů a liberalizace světového obchodu také mají vliv na strukturu některých odvětví a poměry pěti konkurenčních sil.

⁴³ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.279

Struktura odvětví dále může být ovlivněna i změnami ve vstupních nákladech díky ekonomickému vývoji. Snížení nákladů na přepravu rozšířilo trh pro exportéry a otevřelo cestu pro příchod nových subjektů do některých zemí. Například IT průmysl v Indii těží z nízkých pracovních nákladů (indický programátor vytvoří stejný kód levněji než americký v Silicon Valley) a ze snižování telekomunikačních nákladů na komunikaci se zbytkem světa.

3.7.4 Státní politika

Struktura odvětví prochází změnami i pod vlivem úprav legislativy a státní politiky. Stát může v průběhu času zaujímat různé postoje ke konkurenčním praktikám, míře vlivu určitých společností nebo regulovat ceny v odvětví (např. elektřina), což může v důsledku znamenat negativní vliv na ziskovost celého oboru. Dvojsečnou zbraní může být také nutnost pro určitá odvětví vlastnit zvláštní licenci od státu, která ovšem znesnadňuje případný vstup nových společností do odvětví.

Omezování vstupu odvětví způsobuje vznik oligopolní struktury v daném odvětví. Oligopolní struktura pozitivně ovlivňuje ziskovost firem, což má v důsledku pozitivní vliv na akciové kurzy, neboť akcie firem, které vlastní potřebnou licenci na určitý druh podnikání (např. bankovníctví) budou vykazovat relativní stabilitu a budou se pravděpodobně obchodovat za vyšší kurzy.⁴⁴

Stát může hluboce deformovat odvětví prostřednictvím plánované ekonomiky. Přechod východoevropských zemí k liberálnější a tržnější ekonomice zásadně změnil jejich konkurenční prostředí, a tím také vztahy v rámci pěti konkurenčních sil. K intervenci, a tedy následné deformaci trhu, sahají také západní státy, viz například dotace zemědělcům či dodavatelům alternativních energií. Obzvláště častou metodou, jak regulovat chování firem, je uplatňování daní; pomocí vysokých daní je například v Evropě zvyšována cena paliva. To má pak značný dopad na odvětví silniční přepravy.

Státní opatření v oblasti pracovního práva, privatizace některých firem, ochrany informací nebo patentových předpisů také dopadají na strukturu odvětví. Hodnotovorůstový investor se tedy musí pokusit zhodnotit, jak změny ve státních politikách ovlivní prostřednictvím vztahů pěti konkurenčních sil ziskovost odvětví.

⁴⁴VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2007. s.300

3.7.5 Společenské změny

Demografické změny mohou ovlivnit počty zákazníků v určitém odvětví. Stárnutí populace například zvyšuje poptávku po zdravotní péči. Demografická skladba obyvatel zase ovlivňuje poptávku po některých produktech (např. druhy potravin). Faktorem jsou i změny kultury a hodnot. Zvyšující se rovnost mezi pohlavími dopadá na personální agentury nebo obory věnující se péči o děti.

Vliv má rovněž úroveň vzdělanosti a zdraví. Rychle rostoucí ekonomiky s vzdělanějším a více vydělávajícím obyvatelstvem zvyšují poptávku po informacích (noviny, knihy) nebo zboží dlouhodobé spotřeby (automobily). Vyšší příjmy obyvatel mohou přispět také ke zlepšení zdraví. Nicméně v rozvinutých zemích s vyššími příjmy jako je USA existuje např. problém obezity, ze kterého ovšem mohou těžit farmaceutické společnosti s přípravky na hubnutí nebo výrobci cvičebních a sportovních potřeb.

4 OCEŇOVACÍ UKAZATELE AKCIÍ

4.1 Zisk na akcii (Earnings per share)

Základním stavebním kamenem při analyzování fundamentů společnosti je její zisk na akcii (EPS). Zisk na akcii slouží investorům jako indikátor ziskovosti společnosti. Také je považován za vůbec nejdůležitější proměnnou při určování ceny akcie a je využíván při výpočtu poměru ceny vůči zisku na akcii (P/E poměr).

Výpočet EPS:

$$\text{Zisk na akcii} = \frac{\text{Čistý příjem} - \text{Dividendy z preferenčních akcií}^{45}}{\text{Průměrný počet veřejně obchodovaných akcií}}$$

4.2 Účetní hodnota (Book value) a Účetní hodnota na akcii (Book value per share)

Ukazatel Book value vyjadřuje hodnotu aktiv společnosti po odečtení veškerých pasiv (čistá aktiva). Vyjadřuje to tedy hodnotu „toho, co by zbylo“ v případě, že by došlo k prodeji společnosti a uhrazení jejích závazků. Ukazatel Price/book value (zkráceně price/book) pak vyjadřuje to, co jsou investoři ochotni zaplatit za hodnotu těchto čistých aktiv. Čím vyšší je tato hodnota, tím větší důvěru v daný titul hodnota ukazatele vyjadřuje.

Výpočet BV:

$$\text{Účetní hodnota} = \text{Celková aktiva} - \text{Nehmotná aktiva} - \text{Dlouhodobé závazky}$$

Výpočet BVPS:

$$\text{Účetní hodnota na akcii} = \frac{\text{Účetní hodnota}}{\text{Celkový počet akcií}}$$

⁴⁵ Preferenční akcie je akcie, s níž jsou spojena přednostní práva při rozdělení zisku (dividendy), obvykle je však bez hlasovacího práva.

4.3 Poměr ceny vůči zisku na akcii (P/E ratio)

Nejpoužívanějším fundamentálním ukazatelem hovoříme-li o akciích je poměr ceny akcie vůči zisku na akcii (P/E poměr). Lze ho vyjádřit jako podíl ceny akcie a čistého zisku na akcii.

P/E ratio můžeme kvantifikovat několika metodami, což je nespornou výhodou, stejně tak jako jeho snadný výpočet. Problém může nastat ve chvíli, kdy společnost generuje ztrátu nebo nevyplácí dividendy. Tehdy nemá smysl tento ukazatel počítat. Výpočtem zjistíme cennou informaci, na základě které činíme svá investiční rozhodnutí, musíme však myslet na fakt, že jakmile kolísá zisk, kolísá i výše P/E ratia. Vypočítám-li ho dnes, zítra nemusí platit. Největší nevýhoda však tkví v ovlivnitelnosti výsledku učenými metodami používanými ve firmě k sestavení výsledovky a vyčíslení čistého zisku. Ovlivnit jej můžeme také kurzem akcie. Obecně lze říci, že jakmile jsou zmanipulované vstupní hodnoty, nemusí být tento ukazatel vhodný pro reálné posouzení situace.⁴⁶

Výpočet P/E:

$$\text{Poměr ceny vůči zisku na akcii} = \frac{\text{Cena akcie}}{\text{Zisk na akcii}}$$

4.4 Poměr ceny vůči účetní hodnotě na akcii (P/B ratio)

Poměr mezi cenou a účetní hodnotou na akcii (P/B) vyjadřuje, na kolikanásobek účetní hodnoty vlastního kapitálu si akcii ceníme. Jinými slovy, kolik dolarů je investor ochoten zaplatit za jeden dolar vlastního kapitálu společnosti.

Výpočet P/B:

$$\text{Poměr ceny vůči účetní hodnotě na akcii} = \frac{\text{Cena akcie}}{\text{Účetní hodnota na akcii}}$$

4.5 Poměr ceny vůči tržbám na akcii (P/S ratio)

Nejméně známým, přesto používaným ukazatelem, je price sales ratio. Poměrem ceny vůči tržbám na akcii vyjádříme, kolik dolarů zaplatíme za jeden dolar

⁴⁶ ŠTÝBR, D., KLEPETKO, P. a ONDRÁČKOVÁ, P. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. 2011. s.15

tržeb. Tento poměrový ukazatel se používá pro porovnání firem na akciovém trhu, které jsou ze stejného odvětví nebo mají podobný byznys model. P/S ratio není izolovaným ukazatelem a je vždy nutné propojit jeho výsledek s dalšími daty a informacemi o firmě.

Díky P/S, průměru a tržbám můžeme zjistit pravou hodnotu firmy, kterou porovnáme s její tržní cenou a na základě toho lze vyvodit závěr o koupi, držbě či prodeji dané firmy. Výhodou tohoto ukazatele je fakt, že ho lze použít i v případě, že je firma ztrátová, oproti ukazateli P/E, který pro svůj výpočet potřebuje zisk.

Tento ukazatel se stal velmi populárním mezi investory z několika důvodů. Za prvé ve většině případů akcie s nízkým ukazatelem P/S překonávají růstem tituly s nízkým ukazatelem P/E. Za druhé mnoho investorů nemá stoprocentní důvěru v odhadované zisky (E v ukazateli P/E), které se často stávají předmětem účetních machinací (ne vždy nezákonných) například v souvislosti s odpisy nehmotných aktiv apod., u tržeb je naproti tomu více složité ovlivňovat jejich výši, pokud má být dodržena litera zákona. A naposled internetová horečka, která na konci devadesátých let ovlivňovala dění na akciových trzích, donutila investory pracovat s mnoho ukazateli založenými na očekávání s výjimkou očekávaných zisků.

Výpočet P/S:

$$\text{Poměr ceny vůči tržbám} = \frac{\text{Cena akcie}}{\text{Tržby na akcii}}$$

4.6 Poměr likvidity (Current ratio)

Poměr likvidity, někdy označovaný jako poměr hotovostních aktiv (cash asset ratio) nebo také poměr hotovosti (cash ratio) dává investorovi obrázek o schopnosti společnosti splatit krátkodobé závazky (dluh a závazky) pomocí svých krátkodobých aktiv (hotovost, zásoby a pohledávky). Čím vyšší je ukazatel Current ratio (CR) tím je společnost více schopná dostát svým závazkům. Pokud je CR nižší než 1 společnost bude mít potíže dostát závazkům pokud by byly všechny splatné v daný moment. Ačkoliv takový stav znamená, že společnost není v dobré finanční kondici, nemusí to nutně znamenat že zkrachuje (díky širokým možnostem jak zajistit financování) nicméně CR pod 1 není nikdy dobrým znamením.

Ukazatel CR odráží efektivitu provozního cyklu společnosti čili její schopnost proměnit své produkty v hotovost. Firmy, které mají potíže dostat zapláceno za pohledávky nebo mají dlouhou dobu obratu zásob (proměna zásob v prodané

zboží/tržby) se zpravidla dostávají do problémů s likviditou, neboť nejsou schopny pokrýt své závazky.

Výpočet CR:

$$\text{Poměr likvidity} = \frac{\text{Krátkodobá aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

4.7 Návratnost vlastního kapitálu (Return on equity)

Ukazatel návratnosti vlastního kapitálu (ROE) značí míru ziskovosti firmy vyjádřenou v procentech a nejčastěji je srovnáván mezi společnostmi ze stejného sektoru. ROE ukazuje vztah mezi čistým ziskem a vlastním kapitálem.⁴⁷ Rychle rostoucí společnosti mají zpravidla také vysoké ROE. Aby investor získal přehled i o historické návratnosti, je třeba, aby zprůměroval ROE za posledních 5 až 10 let.

Výpočet ROE:

$$\text{Návratnost vlastního kapitálu} = \frac{\text{Čistý zisk} - \text{Dividendy z preferenčních akcií}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

4.8 Poměr ceny vůči zisku na akcii vůči růstu zisku na akcii (Price to earnings to growth)

Poměr ceny vůči ziskům vůči růstu zisků (PEG ratio) zohledňuje k často používanému P/E poměru také růst zisků společnosti. PEG poměr poskytuje komplexnější pohled na cenu akcie společnosti než P/E. Přestože P/E poměr může akcii ohodnotit jako vhodnou k nákupu, PEG poměr může ukazovat na poněkud jiný příběh. PEG poměr investorovi napovídá, zda je akcie podhodnocena či nadhodnocena. PEG se může lišit v závislosti na sektoru a druhu společnosti, nicméně obecné pravidlo považuje PEG poměr nižší než 1 za signál, že akcie je podhodnocená.

Výpočet PEG:

$$\text{PEG poměr} = \frac{\text{Poměr ceny vůči zisku na akcii}}{\text{Růst zisku na akcii}}$$

⁴⁷ GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 2005. s.49

PRAKTICKÁ ČÁST

5 INDEX DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE

Historie zřejmě nejznámějšího světového burzovního indexu se začala psát 26. května 1896, kdy zakladatelé novin Wall Street Journal, novinář Charles Dow a statistik Edward Jones, založili index Dow Jones Industrial Average jako součást Dowova výzkumu pohybu trhů. Nebyl ovšem jejich prvním, již v roce 1884 Dow vytvořil tzv. Dow Jones Averages, který zahrnoval devět železničních a dvě průmyslové společnosti. Dnes by se Dow Jones Averages dal považovat za předchůdce indexu Dow Jones Transportation Average.

Do tvorby indexu Industrial Average ovšem železniční společnosti nakonec zahrnuty nebyly. První uveřejněný index obsahoval dvanáct průmyslových společností (v angl. Industrials) reflektujících strukturu tehdejší americké ekonomiky, které jsou shrnuty níže v tabulce (Tab. 2).

Tabulka 2: Prvotní konstituenti indexu DJIA (1896)

Společnost	Předmět podnikání	Vývoj od umístění v indexu
American Cotton Oil Company	Bavlna	<ul style="list-style-type: none">• Předchůdce společnosti Bestfoods• Dnes součást Unilever
American Sugar Company	Cukr	<ul style="list-style-type: none">• V r.1900 přejmenována na Domino Sugar• Dnes Domino Foods, Inc.
American Tobacco Company	Tabák	<ul style="list-style-type: none">• Zanikla v r.1911 během protikartelového zásahu
Distilling & Cattle Feeding Company	Krmiva	<ul style="list-style-type: none">• Dnes Millenium Chemicals
General Electric	Elektřina	<ul style="list-style-type: none">• Jediný původní člen

		zahrnutý v indexu dodnes
Chicago Gas Company	Zemní plyn	<ul style="list-style-type: none"> • Koupěna People Gas v r. 1897 • Dnes provozní divize Integrys Energy Group
Laclede Gas Company	Zemní plyn	<ul style="list-style-type: none"> • Odebrána z indexu v r. 1899 • Dnes Laclede Group, Inc.
National Lead Company	Slévárství	<ul style="list-style-type: none"> • Odebrána z indexu v r. 1916 • Dnes NL Industries
North American Company	Utility a veřejná doprava	<ul style="list-style-type: none"> • Zrušena U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) v r. 1946⁴⁸
Tennessee Coal, Iron & Railroad Company	Těžba uhlí a železa, železnice	<ul style="list-style-type: none"> • Koupěna U.S. Steel v r. 1907 • U.S. Steel byla z indexu odebrána v r. 1991
U.S. Leather Company	Zpracování kůže	<ul style="list-style-type: none"> • Rozpuštěna v r. 1952
United States Rubber Company	Gumárství	<ul style="list-style-type: none"> • V r. 1961 přejmenována na Uniroyal • Fúze s B.F. Goodrich v r. 1986 • Koupěna v r. 1990 společností Michelin

Zdroj: S&P Dow Jones Indices – www.djindexes.com

⁴⁸ SEC je americkou Komisí pro cenné papíry, která vykonává burzovní dohled.

Dow Jones Industrial Average (dále jen DJIA) je od svého počátku až do současnosti postaven na stejném mechanismu. DJIA je počítán jako cenově vážený index. To znamená, že všechny společnosti jsou v indexu zohledněny podle svých absolutních akciových kurzů. Tato zastaralá metodika způsobuje, že moderní giganti jako Microsoft mají v indexu malé váhové zastoupení, protože v minulosti provedli četné akciové splity⁴⁹, které se opticky postaraly o nižší akciový kurz. Metodika výpočtu způsobuje, že některé společnosti s vysokým akciovým kurzem mají v indexu významnou pozici, ačkoli s ohledem na tržní kapitalizaci patří spíše k muším vahám.⁵⁰

V průběhu let se společnosti umístěné v indexu měnily. O tom, která společnost bude z indexu odebrána a která přidána rozhoduje odborné grémium expertů vedených lidmi z Wall Street Journal. Kromě samotné ceny akcií je rozhodujících i několik subjektivních faktorů např. jak dobře dokáže podnikání společnosti reprezentovat strukturu ekonomiky USA. Změny složení indexu nejsou ovšem příliš časté, nejaktuálnější úprava proběhla v roce 2012, kdy byla do indexu přidána společnost UnitedHealthGroup, která nahradila potravinářský konglomerát Kraft Foods.

Moderní DJIA zahrnuje 30 hlavních amerických společností (tzv. Blue chips⁵¹) vypsanych v tabulce (Tab. 3).

Tabulka 3: Současní konstituenti indexu DJIA (2013)

Název společnosti	Ticker ⁵²	Obor podnikání	Rok přidání do indexu
3M	MMM	Průmyslový konglomerát	1976
Alcoa	AA	Hliník	1959
American Express	AXP	Finance/kreditní karty	1982
AT&T	T	Telekomunikace	1999
Bank of America	BAC	Bankovníctví	2008
Boeing	BA	Letectví/Zbrojařství	1987

⁴⁹ Akciový „split“ (česky „rozdělení“) znamená, že společnost v určitém poměru (např. 2:1 nebo 3:1) sníží nominální hodnotu svých akcií. Při tomto procesu vznikne z původního počtu akcií násobně vyšší počet, mezi který se rozdělí jejich celková původní hodnota.

⁵⁰ SVOBODA, M. *Asset guide: [přůvodce finančními indexy]*. 2006. s.78

⁵¹ Označení pro nejkvalitnější a nejvíce obchodované emise akcií na daném veřejném trhu.

⁵² Ticker je termín označující několikapísmennou zkratku nebo symbol pod kterým se společnost na burze obchoduje. Slouží pro odlišení společností s podobným názvem.

Caterpillar	CAT	Stavební a těžební technika	1991
Chevron Corporation	CVX	Ropa a zemní plyn	2008
Cisco Systems	CSCO	Počítačové sítě	2009
Coca-Cola	KO	Potravinářství/Nápoje	1987
DuPont	DD	Chemie	1935
ExxonMobil	XOM	Ropa a zemní plyn	1928
General Electric	GE	Průmyslový konglomerát	1907
Hewlett-Packard	HPQ	IT	1997
IBM	IBM	IT	1979
Intel	INTC	Polovodiče/Čipy	1999
Johnson & Johnson	JNJ	Farmaceutika	1997
JPMorgan Chase	JPM	Bankovníctví	1991
McDonald's	MCD	Fastfoodový řetězec	1985
Merck	MRK	Farmaceutika	1979
Microsoft	MSFT	IT	1999
Pfizer	PFE	Farmaceutika	2004
Procter & Gamble	PG	Spotřební zboží	1932
The Home Depot	HD	Potřeby pro kutily	1999
Travelers	TRV	Pojišťovnictví	2009
United Technologies Corporation	UTX	Průmyslový konglomerát	1939
UnitedHealth Group	UNH	Zdravotní péče	2012
Verizon	VZ	Telekomunikace	2004
Wal-Mart	WMT	Maloobchod	1997
Walt Disney	DIS	Zábavní průmysl	1991

Zdroj: S&P Dow Jones Indices – www.djindexes.com

S tím jak se v historii proměnilo americké hospodářství, získaly významné místo v současném indexu vedle finančních a farmaceutických společností i firmy z oboru informačních technologií. Tři z nich (Cisco Systems, Intel a Microsoft) jsou obchodovány na technologické burze NASDAQ.

Někteří kritici považují počet třiceti společností za příliš malý, aby dokonale odpovídal výkonnosti a obrazu celého trhu. Dávají proto přednost širším indexům založeným na moderních teoriích s vlivem na rozdělení váhy v indexu nikoliv podle kurzu akcie ale podle tržní hodnoty (tzv. „float⁵³-adjusted market value“). Takovými indexy jsou například S&P 500 nebo Russell 2000.

Graf 1: Vývoj indexu DJIA 1990-2012



Zdroj: Google Finance – <http://finance.google.com>

Na tomto grafu (Graf 1) je zachycen vývoj indexu DJIA v letech 1990 až 2012. I přes dvě vlny krizí v r.2001-2002 (splasknutí technologické bubliny a teroristické útoky 11. září 2001) a v r.2008-2009 (hypoteční a bankovní krize), a nespočet ostatních světových geopolitických událostí, dokázal Dow Jones index za sledované období vzrůst z 2 452 bodů v září roku 1990 na 12 938 bodů na konci roku 2012. Investorovi, který by nakoupil index v roce 1990 a držel ho i na konci roku 2012, by takový postup přinesl více jak čtyřnásobný zisk (410%), což dává průměrný roční výnos 18,64%. Dlouhodobá držba a nákup indexů se tedy investorům může velmi vyplatit.

5.1 Vybrané akcie indexu Dow Jones Industrial Average

Pro účely této diplomové práce bylo z indexu DJIA vybráno k analýze deset společností. Každá z těchto společností reprezentuje specifický sektor podnikání. U každé společnosti je stručně nastíněna její historie, silné a slabé stránky nebo dlouhodobá perspektiva firmy.

⁵³ Float zde znamená celkový počet veřejně vlastněných a obchodovatelných akcií.

Každá společnost je dále porovnána z hlediska valuací vůči konkurentům v sektoru. Základními ukazateli jsou zisk na akcii (EPS), účetní hodnota na akcii (BV/Sh) a poměrové ukazatele ceny vůči ziskům (P/E), účetní hodnotě (P/B) a vůči tržbám (P/S). Dále je použit ukazatel ceny vůči zisku vůči růstu zisku na akcii (PEG), ukazatel likvidity (CR), dividendový výnos a ukazatel návratnosti vlastního kapitálu (ROE). Ukazatele jsou uváděny buď za posledních 12 měsíců (ttm – twelve trailing months) nebo za poslední kvartál (mrq – most recent quarter).

Pokud některé informace nebyly v době psaní práce dostupné, jsou v tabulce označeny zkratkou N/A. V případě, že některá společnost vykázala ztrátu a nelze tedy vypočítat ukazatele založené na zisku (P/E a PEG) je příslušné políčko označeno symbolem X. Společnosti nevyplácející žádnou dividendu mají v tomto poli napsáno 0.

5.1.1 Alcoa Inc.

Alcoa (NYSE:AA), původním názvem Aluminium Company of America, byla založena roku 1888 v Pittsburghu (stát Pennsylvania). Akronym Alcoa byl společností používán od r. 1910. Společnost je třetím největším světovým producentem hliníku za Rio Tinto a firmou Rusal ruského miliardáře Deripasky. Z hlediska globální působnosti je Alcoa přítomna v 31 zemích. Její produkty jsou široce využívány v automobilovém a leteckém průmyslu, stavebnictví, obalových materiálech nebo při těžbě ropy a plynu.

Společnosti podnikající v oboru základních materiálů, jakou je právě Alcoa, jsou vzorovým příkladem cyklických akcií. V dobách hospodářské expanze se zvyšuje poptávka po kovech, což posouvá jejich ceny na komoditních burzách⁵⁴ směrem vzhůru. Závislost na hospodářském cyklu dokladuje i fakt, že největšími odběrateli hliníku jsou typicky cyklické obory jako výrobci automobilů a letadel nebo stavební firmy. Obor základních materiálů tak bývá také velmi volatilní. Ziskovost hliníkáren ovlivňuje i cena kovu na trzích. Vývoj ceny hliníku na globálním trhu je demonstrován na následujícím pětiletém grafu (Graf 2).

⁵⁴ Většina průmyslových kovů (hliník, měď, nikl nebo zinek) je obchodována v Londýně na LME (London Metal Exchange) v USD/metrickou tunu.

Graf 2: Pětiletý vývoj ceny hliníku



Zdroj: Patria Online - www.patria.cz

Z grafu (Graf 2) si je možné povšimnout radikálního propadu ceny z vrcholu na úrovni 3 200\$ až na cca 1 300\$ na začátku roku 2009. Jednoznačným spouštěcím faktorem bylo plné propuknutí hypoteční a bankovní krize v USA. Propad ekonomiky přirozeně uvrhl společnost Alcoa do ztrátovosti, se kterou se společnost jen velmi obtížně vypořádávala.

Dnes, na začátku roku 2013, ceny hliníku na světových trzích oscilují okolo 2 000\$ za metrickou tunu. S mírně se zlepšujícími vyhlídkami na růst ekonomiky v USA a oživením v nemovitostním sektoru lze očekávat, že poptávka po hliníku poroste a jeho cena tím pádem může vzrůst. To dává společnosti Alcoa příležitost zvýšit zisky.

Společnost očekává že globální spotřeba hliníku vzroste v roce 2013 o 7 %. Firma také předpokládá, že mezi lety 2010-2020 se světová poptávka po hliníku zdvojnásobí.⁵⁵ Alcoa ovšem z dlouhodobého hlediska bude muset čelit stále se zvyšující konkurenci (především ze strany Kaiser Aluminium Corp.) a nutnosti udržet pod kontrolou své náklady.

⁵⁵ SCHEYDER, Ernest a Julie GORDON. *Alcoa sees brighter 2013, but remains cautious*. REUTERS. [online]. [cit. 2013-02-05].

Tabulka 4: Valuace Alcoa Inc. v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Share (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
Alcoa	0.16\$	12.35\$	54.12	0.70	0.39	7.62	1.30	1.39%	1.40%
Rio Tinto	-1.66\$	25.37\$	X	2.04	1.88	X	1.46	2.80%	-6.06%
Kaiser Al.	4.46\$	55.44\$	13.66	1.10	0.86	0.91	4.59	1.97%	8.83%
Al. Corp of China	-1.50\$	14.12\$	X	0.73	0.24	X	0.71	0	-10.11%
Noranda Al.	1.01\$	2.35\$	4.10	1.76	0.20	0.41	2.16	3.86 %	26.87%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Při pohledu na ohodnocení firem v sektoru zpracovatelů hliníku (Tab. 4) můžeme říci, že vítězi jsou společnosti, které jsou ziskové. Z hlediska zisku na akcii je na tom nejlépe Kaiser Aluminium, následovaná menší společností Noranda Aluminium. Pro tyto společnosti příznivě vyznívají také ukazatele P/S a PEG. Jak Kaiser Aluminium tak Noranda Aluminium se obchodují pod hodnotou svých tržeb. Obě firmy také mají hodnotu PEG pod 1 což naznačuje, že jsou podhodnocené. V ukazateli návratnosti vlastního kapitálu (ROE) je na tom nejlépe Noranda Aluminium následovaná Kaiser Aluminium. Nejvyšší dividendu z vybraných společností (3.86%) pak vyplácí Noranda Aluminium. Firma Alcoa vykazuje proti těmto konkurentům poměrně nízký zisk na akcii, obchoduje se za vysoké P/E a ukazatel PEG značí poměrně výrazné nadhodnocení.

5.1.2 The Coca-Cola Company

Nejpopulárnější světový výrobce nealkoholických nápojů, společnost Coca-Cola (NYSE:KO) datuje svůj vznik do r. 1886, kdy lékárník John Pemberton vynalezl a začal prodávat v Atlantě, stát Georgia, slavný nápoj, původně jako lék. Recepturu a značku poté v roce 1889 odkoupil Asa Candler a v r. 1892 založil společnost The Coca-Cola Company. Coca-Cola a její produkty jsou přítomny téměř ve všech zemích světa, s výjimkou Severní Koreje a Kuby.

Samotná značka Coca-Cola je dlouhodobě považována za nejhodnotnější na světě a v peněžním vyjádření má jméno Coca-Cola hodnotu cca 78 miliard \$.⁵⁶

⁵⁶ Interbrand: Best Global Brands 2012. [online]. 2012 [cit. 2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.interbrand.com/en/best-global-brands/2012/Coca-Cola>

Výrobci tzv. soft-drinks čili nealkoholických limonádových nápojů jsou považováni investory za velmi zajímavé z několika důvodů. Zaprvé disponují velmi jednoduchým business modelem, kterému lze snadno porozumět. Zadruhé podnikají v sektoru, který se vyznačuje velmi širokou spotřebitelskou základnou a který není citlivý na ekonomický cyklus. A v neposlední řadě pak společnosti jako Coca-Cola nebo PepsiCo disponují cenotvornou silou a vynikající kontrolou nad distribučními kanály.

Coca-Cola má výjimečné vztahy s předními řetězci s rychlým občerstvením jako McDonald's či Burger King. Ve Spojených státech prodává Coca-Cola své nápoje ve stáčecích strojích více než ze dvou třetin právě prostřednictvím takovýchto provozoven. Firma navíc požaduje, aby distributoři prodávali pouze její produkty. Pepsi se pokoušela v tomto ohledu Coca-Colu porazit, musí však čelit základnímu problému, že distributoři podle smlouvy s Coca-Colou Pepsi prodávat nesmějí. Distributory svazuje strach, že přijdou o právo distribuovat Coca-Colu, proto se jiným nealkoholickým nápojům striktně vyhýbají. Řetězce supermarketů v Evropě si již začaly stěžovat na moc, kterou Coca-Cola má. Vztah mezi Coca-Colou a supermarkety je takový, že je Coca-Cola „nutí“, aby dostala ta nejlepší prodejní místa. Supermarkety tvrdí, že pokud Coca-Cola neposkytnou prodejní místo navíc, nemají na skladě všechny její produkty a nezajišťují propagaci, Coca-Cola jim upírá nutné slevy, aby dosáhli přiměřeného zisku. Mezi další taktiky patří věrnostní slevy a prodejní cíle, které po distributorech požadují, aby prodávali menší množství konkurenčních produktů.⁵⁷

Ne nadarmo je právě Coca-Cola tou nejlepší investicí kterou Warren Buffett podle svých slov kdy udělal. Aktuálně (březen 2013) je Coca-Cola druhý největší holding v portfoliu Buffettovy investiční firmy Berkshire Hathaway s 400 miliony akcií v hodnotě 14,7 miliardy dolarů za vedoucí bankou Wells Fargo (téměř 440 milionů akcií v hodnotě 15,5 miliardy dolarů).⁵⁸

Ačkoliv jsou vyspělé trhy v Evropě a USA již nasycené, možnosti růstu přicházejí pro Coca-Colu ze zemí BRIC⁵⁹ a nových emerging markets jako je Mexiko, Jižní Afrika nebo Indonésie.

⁵⁷ ARNOLD, G. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. 2011. s.289

⁵⁸ Dopis Warrena Buffetta akcionářům Berkshire Hathaway z 1.3.2013

⁵⁹ BRIC – Brazílie, Rusko, Indie, Čína

Tabulka 5: Valuace Coca-Cola Co. v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Share (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
Coca-Cola	1.97\$	7.33\$	19.14	5.14	3.52	2.14	1.09	2.70%	28.00%
PepsiCo	3.92\$	14.43\$	19.37	5.26	1.79	2.66	1.10	2.83%	28.63%
Monster Beverage	1.82\$	5.19\$	27.84	9.76	4.34	1.47	3.56	0	36.94%
National Beverage	0.99\$	3.19\$	13.66	4.24	0.96	2.28	2.66	0	35.33%
Reed's	-0.01\$	0.41\$	X	9.61	1.60	X	1.43	0	-1.49%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

U výrobců nealkoholických nápojů vykazuje největší zisk na akcii PepsiCo následovaná Coca-Colou. Sektor se vyznačuje, díky své relativní defenzivní povaze a oblíbenosti mezi dividendovými investory, vyššími poměry P/E. Zajímavou variantou zde pro investora může být společnost National Beverage. Ačkoliv společnost na rozdíl od Pepsi a Coca-Coly nevyplácí dividendu, z hlediska nižších ukazatelů P/E, P/B a P/S vůči sektoru může investora zaujmout. National Beverage má mezi vybranými společnostmi také druhé nejvyšší ROE (35.33%). Z hlediska poměrových ukazatelů je na tom nejhůře společnost Reed's, která vykazuje ztrátu, a částečně také výrobce energy drinků Monster Beverage, který se obchoduje za vyšší P/E vůči sektoru a téměř za desetinásobek své účetní hodnoty.

5.1.3 Exxon Mobil Corporation

Ropný gigant Exxon Mobil (NYSE:XOM) je přímým následovníkem slavné společnosti Standard Oil, kterou založil neméně slavný John D. Rockefeller. Z pohledu tržeb je Exxon Mobil největší veřejně obchodovanou firmou na světě (před řetězcem Wal-Mart) a podle tržní kapitalizace bývá vždy na absolutním vrcholu žebříčku. Mezi těžaři ropy je Exxon jednoznačně nejdominantnější a největší firmou.

Ziskovost těžařů je ovlivněna kromě nákladů, také vývojem ceny ropy na trhu. Pokud cena roste, ropné společnosti ve většině reportují rostoucí zisky. Poklesy v ceně naopak ovlivní ziskovost firem jako je Exxon Mobil negativně. Exxon na území USA nejvíce těží ropu WTI.

Texaská lehká sladká ropa typu WTI (West Texas Intermediate) je zhruba o 20 % levnější než severomořská ropa typu Brent, přestože je WTI odborníky považována

za kvalitnější a její zpracování je méně nákladné. Za vším stojí převis nabídky nad poptávkou v USA způsobený rychlým růstem objemu těžby břidlicové ropy a z ropných písků. Americké rafinérie nestačí ropu zpracovávat, její cena proto klesá (relativně ve srovnání s cenou ropy Brent).⁶⁰ Zatím ovšem poklesu v ceně brání nedostatečné kapacity a nedobudovaná infrastruktura. Rozmach těžby břidlicové ropy a zemního plynu v USA, a s tím plánovaný cíl energetické nezávislosti země na dovozové ropě, může v následujících letech poměrně významně ovlivnit celý těžařský sektor. Zvýšený objem těžby a nižší cena budou znamenat pro americké těžaře novou konkurenční výhodu. Dopad bude signifikantní i z důvodu, že ropné společnosti zaměstnávají v USA poměrně velké množství lidí a podílejí se významně na americkém HDP. Jak se vyvíjela cena americké ropy WTI v posledních pěti letech můžeme vidět na následujícím grafu.

Graf 3: Pětiletý vývoj ceny ropy WTI



Zdroj: Patria Online - www.patria.cz

Z tohoto grafu lze vypožorovat, že ropa má obecnou tendenci krátkodobě pod vlivem určitých geopolitických událostí (např. válečné konflikty v zemích odebírajících americkou ropu) skokově růst nebo propadat. Vliv mají i objevy nových nalezišť a poptávka od zpracovatelů ropy. Ve střednědobém výhledu lze očekávat, že právě díky

⁶⁰ TRAXLER, J. *Investičníweb.cz: Ropa a plyn v USA a v Evropě: Jak dlouho WTI nedožene Brent a kdy se dočkáme levnějšího plynu?* [online]. 21.2.2013 [cit. 2013-02-26].

zvyšujícím se objemu těžby a výstavbě nových ropovodů a plynovodů, ropa WTI významně zlevní.

Tabulka 6: Valuace ExxonMobil v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
ExxonMobil	9.69\$	36.56\$	9.14	2.42	0.83	10.63	1.01	2.57%	26.81%
Chevron	13.32\$	67.93\$	8.78	1.72	0.95	109.7	1.63	3.08%	20.08%
National Oilwell Varco	5.83\$	47.40\$	11.49	1.41	1.43	0.72	2.78	0.78%	13.16%
Conoco Phillips	5.91\$	39.05\$	9.86	1.49	1.15	3.32	1.38	4.53%	15.29%
Marathon Oil	2.55\$	25.59\$	12.90	1.29	1.47	2.63	0.74	2.07%	10.39%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Ropné společnosti investoři vnímají jako tradiční zdroj zajímavých dividendových příjmů. V této oblasti se aktuálně společnosti obchodují za relativně nižší hodnoty P/E, ovšem ukazatel PEG již nebývá tak příznivý. Pod hodnotou tržeb se v současnosti obchodují giganti ExxonMobil a Chevron. Mezi společnostmi, o které hodnotovorůstový investor může jevit zájem, patří firma National Oilwell Varco. Tato firma je podle ukazatele PEG podhodnocena, vykazuje dobrou míru likvidity a v odvětví relativně slušnou návratnost vlastního kapitálu. Extrémem je pak v ukazateli PEG společnost Chevron, kde má tento ukazatel hodnotu přes 109.

5.1.4 International Business Machines Corp.

Firma IBM (NYSE:IBM) přezdívána Big Blue je nestorem mezi technologickými společnostmi. Své počátky našla v roce 1911 coby Computing Tabulating Recording Company. Prvními produkty byly věci denní potřeby jako váhy nebo hodiny evidující pracovní dobu dělníka. V roce 1924 své jméno změnila na International Business Machines Corporation (zkráceně IBM) a začala se věnovat výrobě a zpracování technologie děrných štítků. O tuto technologii byl velký zájem ve světě např. pro využití

během sčítání obyvatel a statistickým účelům. To společnosti přineslo velmi významné zakázky a IBM otevřela své evropské pobočky v Paříži, Ženevě a také v Praze. Tehdejší centrálou pro evropský trh byla Paříž, postupně se však centrála stěhovala do švýcarské Ženevy.

Období druhé světové války a první poválečná léta byla pro společnost velmi krušná. IBM byla obviněna, že vědomě spolupracovala s nacisty a dodávala své registrační automaty do 78 pracovních a vyhlazovacích koncentračních táborů a že samotný tehdejší generální ředitel Watson jednal osobně s Adolfem Hitlerem o dodání strojů od IBM. Společnost ovšem skandál ustála a v 50. letech věnovala svou energii rozvíjení technologie prvních sálových počítačů.

V reakci na úspěšné uvedení prvních osobních počítačů na trh firmami Atari, Commodore nebo Apple společnost v r. 1981 přišla na trh s vlastním IBM PC, které zaznamenalo výrazný úspěch, zřejmě i díky uveřejnění technické dokumentace která dala vzniknout nejrozličnějším klonům tohoto produktu.

Současná IBM se však již osobním počítačům téměř nevěnuje. Firma nedokázala úspěšně čelit nástupu úspěšnějších operačních systémů od Microsoftu nebo Applu a vstupu levných asijských výrobců na trh. Proto na konci roku 2004 odprodala svoji divizi výroby notebooků čínské firmě Lenovo a definitivně tak rezignovala na oblast osobních počítačů ve smyslu spotřební elektroniky.

Společnost se tedy výhradně koncentruje na nejziskovější aktivity jako je dodávání serverových řešení, datová úložiště nebo poradenství v oblasti IT služeb. Consultingové služby do svého portfolia IBM zahrnula nákupem divize Consulting poradenské společnosti PricewaterhouseCoopers (PwC) v roce 2002⁶¹.

Investoři do technologických společností IBM proti populárním firmám Microsoft, Apple nebo Google stále poněkud přehlízejí. IBM disponuje špičkovým vývojovým oddělením, investuje značné prostředky právě do oblasti R&D (research & development) a samotná značka IBM stále patří mezi nejhodnotnější na světě. Zajímavý potenciál pro budoucnost společnosti také představuje technologie tzv. „cloudu“.

⁶¹ IBM buys PwC Consulting on the cheap. *The Register* [online]. 2002 [cit. 2013-01-20].

Tabulka 7: Valuační IBM Corp. v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
IBM	14.41\$	16.69\$	13.76	11.88	2.14	1.40	1.13	1.71%	85.15%
Microsoft	1.82\$	8.66\$	15.36	3.23	3.21	1.83	2.81	3.29%	22.62%
Intel	2.13\$	10.35\$	9.87	2.03	1.95	0.84	2.43	4.28%	22.66%
Oracle	2.12\$	9.05\$	16.33	3.83	4.40	1.37	3.33	0.69%	24.88%
Cisco	1.74\$	10.44\$	11.97	2.00	2.35	1.43	3.38	2.69%	17.91%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Mezi technologickým společnostmi nabízí nejlepší valuační výrobce čipů Intel. Intel se v současnosti obchoduje za cca dvojnásobek hodnoty tržeb a také účetní hodnoty což je níže než konkurenti v sektoru. Ukazatel PEG pod 1 také naznačuje možnou podhodnocenost společnosti. Investor je u Intelu odměněn také nejvyšším dividendovým výnosem oproti konkurenci. Nejvyšším poměrem likvidity v odvětví disponují firmy Cisco Systems a Oracle. U společnosti IBM je lákavá velmi vysoká návratnost vlastního kapitálu, investor ale musí důkladně zvážit zda chce za společnost platit dvanásobek její účetní hodnoty, který je suverénně nejvyšší mezi konkurenty.

5.1.5 JPMorgan Chase

Investiční banka JPMorgan Chase (NYSE:JPM), nesoucí ve svém názvu jméno jednoho z nejslavnějších bankéřů všech dob Johna Pierpointa Morgana, patří do tzv. „Velké čtyřky“ (Big Four) největších amerických bank společně s Bank of America, Citigroup a Wells Fargo. Agentura Bloomberg pak JPMorgan Chase označila za největší americkou banku podle aktiv.

Firmy z bankovního sektoru můžeme obecně označit za cyklické. Základní byznys většiny bank tj. úvěrování a hypotéky bývá odvislý od stavu ekonomiky. V případě úvěrů a hypoték hrají roli i úrokové sazby stanovené centrální bankou. Vysoké úrokové sazby bankám přináší větší příjmy z poskytování úvěrů a hypoték, zatímco nízké úrokové sazby mají efekt přesně opačný.

Investiční banky se pro vyšší ziskovost a kvůli případnému poklesu výnosů z tradičního poskytování úvěrů pouštějí do rizikových aktivit v oblasti tradingu s cennými papíry, komoditami a deriváty. Úspěšný trading může bance přinášet velmi vysoké

zisky, ovšem pokud dojde k chybám a nesprávnému odhadu vývoje, mohou bance hrozit velmi vysoké ztráty.

JPMorgan jakožto investiční banka většinu své ziskovosti vykazuje právě z oblasti tradingu. Tradiční bankovníctví (úvěry a hypotéky) narozdíl např. od Wells Fargo netvoří dominantní zdroj zisků.

Tabulka 8: Valuace JPMorgan Chase v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
JPMorgan Chase	5.20\$	53.64\$	9.28	0.90	3.27	1.21	0.93	2.49%	10.72%
Citigroup	2.49\$	62.41\$	16.91	0.67	1.87	1.36	1.05	0.09%	4.12%
Wells Fargo	3.36\$	29.91\$	10.53	1.18	3.85	1.18	0.92	2.83%	13.16%
Bank of America	0.25\$	21.98\$	45.36	0.52	2.13	3.37	0.95	0.35%	1.28%
Goldman Sachs	14.16\$	140.58\$	10.63	1.07	1.70	1.54	0.72	1.33%	8.02%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Bankovníctví prošlo od roku 2008 značně komplikovaným obdobím, kdy hypoteční a následná bankovní krize zanechaly v rozvahách velkých bank velké množství toxických aktiv. Dnes v roce 2013 se zdá situace poněkud lepší, nicméně investor by měl věnovat pozornost odpisům ztrát, které banky uvádí ve svém účetnictví. Vlny vládních regulací bank a vysoké požadavky na kapitálovou přiměřenost, které banky zasáhly po nástupu krize, stále brzdí banky v štedřejší dividendové politice.

V bankovním sektoru se z hlediska poměrových ukazatelů vybraná pětice bank obchoduje pod nebo lehce nad úroveň svých účetních hodnot. Z finančního sektoru investor jistě nezaměří pozornost na Bank of America, která se obchoduje za vysoké P/E proti zbytku sektoru, naopak do jeho hledáčku by se měly dostat JPMorgan Chase a Wells Fargo. Obě společnosti vykazují v sektoru zajímavý PEG poměr, vyplácejí na současné poměry ve finančnictví zajímavé dividendy a nalezneme u nich také vyšší návratnost vlastního kapitálu.

5.1.6 McDonald's Corp.

Synonymum pojmu fast food, to je společnost McDonald's (NYSE:MCD). Původně bratři McDonalové svoji firmu McDonald's založili jako barbecue restaurant v květnu 1940 v kalifornském San Bernardinu. Po reorganizaci v roce 1948 se společnost začala věnovat prodeji hamburgerů. O sedm let později v roce 1955 podnikatel s českými rodiči Ray Kroc koupil licenci a začal provozovat první restaurace na principu franšizingu⁶². Téhož roku také vznikla McDonald's Corporation. Aktuálně má společnost pobočky ve 119 zemích světa a denně obslouží až 68 milionů zákazníků. Pro firmu na začátku roku 2013 podle oficiálních informací, které společnost vydala, pracuje celosvětově 1 800 000 zaměstnanců.

Investoři na McDonald's oceňují stabilní ziskovost, dividendovou politiku nebo schopnost i přes velikost, jaké společnost dosáhla, stále rozšiřovat síť svých poboček např. na asijském trhu.

Negativní vliv na podnikání společnosti může mít činnost iniciativ vinících fast foodové řetězce za způsobování zdravotních obtíží, konkrétně obezity nebo cukrovky, za nehumánní nakládání se zvířaty nebo za neodpovídající zacházení se zaměstnanci (velmi nízké mzdy, dlouhé směny, minimální možnosti k postupu, neperspektivní práce). Ačkoliv společnost ukázala snahu tyto problémy řešit (zavedení zdravějších jídel do menu, ekologické iniciativy atd.), globálně se popularizující zdravý životní styl může společnosti v budoucnu ubrat zákazníky.

Prestižní ekonomický týdeník The Economist na jednom z produktů McDonald's, konkrétně hamburgeru Big Mac, postavil svůj tzv. Big Mac Index. Big Mac Index má za cíl zkoumat paritu kupní síly v různých zemích světa. Vychází z teorie, že pokud je nějaký produkt prodáván po celém světě stejným způsobem, měl by také všude stejně stát. Pokud v USA stojí 3 dolary, měla by cena např. v Rusku v rublech odpovídat právě 3 dolarům. Jednodušeji řečeno výstupem Big Mac Indexu má být, zda je určitá měna nadhodnocena nebo podhodnocena. V rámci Big Mac Indexu je také sledováno jak rychle či pomalu v které zemi na jeden Big Mac vyděláte. Tato vtipná forma ekonomie se běžně označuje jako tzv. "Burgernomics" (Burgernomie).

⁶² Franšizing v případě McDonald's znamená poskytnutí jednotlivým vlastníkům práva na provozování restaurace pod značkou McDonald's. Mateřská společnost určuje a kontroluje standardy vybavení, marketingu a obsluhy. Jednotlivé restaurace pak mateřské společnosti odvádí část tržeb, nájem a poplatky.

Tabulka 9: Valuace McDonald's Corp. v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
McDonald's	5.36\$	13.83\$	17.56	6.81	3.43	1.98	1.45	3.27%	37.81%
Yum! Brands	3.37\$	4.77\$	19.35	13.67	2.16	1.60	0.87	2.05%	80.31%
Dunkin' Brands	0.95\$	3.31\$	38.98	11.19	5.94	2.53	1.19	2.05%	19.77%
Wendy's	0.00\$	5.04\$	X	1.09	0.86	X	2.48	2.90%	0.36%
Burger King	0.33\$	3.35\$	54.91	5.41	3.23	3.11	2.24	1.10%	N/A

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Mezi řetězci s rychlým občerstvením bude mít hodnotovorůstový investor značné potíže najít vhodnou investici. Společnosti se obchodují za poměrně vysoké P/E poměry a P/B poměry (např. Dunkin' Brands za téměř čtyřicetinasobek zisků nebo provozovatel KFC, firma Yum! Brands, za necelý čtrnáctinasobek účetní hodnoty). Podnik Wendy's se sice obchoduje na úrovni účetní hodnoty a pod hodnotou tržeb, ale firma nevytváří žádný zisk. Je tedy velmi nepravděpodobné, že by zde investor identifikoval ideální titul k nákupu.

5.1.7 Pfizer Inc.

Farmaceutická firma Pfizer (NYSE:PFE) je z pohledu tržeb klasifikována jako jeden z největších výrobců léčiv na světě. Pfizer vznikl již v roce 1849 jako Charles Pfizer & Co. původně jako chemická firma. Ve 20. století si společnost vybudovala pozici mezi nejdůležitějšími farmaceutickými firmami na světě a v poválečných letech se začala posouvat více směrem k společnosti založené na kvalitním výzkumu. Není bez zajímavosti, že Pfizer vyrobil nejvíce penicilinu použitého během 2. světové války. Aktuálně Pfizer nejvíce tržeb (86 %) získává z divize biofarmaceutik (léky), menší podíl (14%) pak mají divize výživy nebo veterinárních léků. V roce 2006 společnost prodala svoji divizi zaměřenou na spotřebitelské produkty (včetně populárních značek jako Listerine, Visine nebo Nicorette) firmě Johnson&Johnson za 16,6 miliardy dolarů.

Silnou stránkou Pfizer jsou její extrémně úspěšné léky (tzv. blockbuster drugs⁶³) a velmi pokročilé výzkumné oddělení. Investoři si na firmě Pfizer cení také její marketingové síly a schopnosti tvořit spojení s ostatními výrobci léčiv. Obor zdravotnictví a farmaceutik je ze své povahy defenzivní a společnosti z tohoto sektoru často nepřetržitě po desítky let vyplácejí velmi zajímavé dividendy.

Farmaceutika se ovšem tradičně potýká s vlivem regulátora (např. Úřad pro potraviny a léky – FDA). Aktuálně se Pfizer také musí zabývat vypršením některých patentů a zvyšující se konkurencí ze strany tzv. generických léků⁶⁴.

Tabulka 10: Valuační ukazatele Pfizer Inc. v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
Pfizer	1.26\$	11.09\$	21.75	2.47	3.42	8.56	2.15	3.50%	17.78%
J&J	3.87\$	23.08\$	19.82	3.32	3.16	3.11	1.90	3.18%	17.65%
GSK	2.75\$	3.61\$	16.08	12.25	2.71	2.66	0.99	6.24%	65.96%
Merck	2.17\$	18.31\$	19.65	2.33	2.74	7.20	1.90	4.03%	10.79%
Abbott Laboratories	3.75\$	16.95\$	8.96	1.98	1.32	0.85	2.36	1.67%	23.19%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Poměrové ukazatele v případě farmaceutického sektoru favorizují především společnost Abbott Laboratories. Společnost se obchoduje proti svým konkurentům za nízké P/E a má také nejnižší hodnoty P/B potažmo P/S. PEG poměr u Abbott Laboratories ukazuje na to, že společnost může být podhodnocena. I přesto, že Abbott Labs nevyplácí proti konkurentům tak vysokou dividendu, je tato akcie z pohledu hodnotovorů investorů vhodná k bližší analýze. Společnost Pfizer naopak má nejvyšší P/E v sektoru a také ukazatel P/S. PEG poměr pak u Pfizeru značí

⁶³ Blockbuster drugs jsou anglický termín pro velmi úspěšné léky, které farmaceutickým společností přinášejí více než 1 miliardu dolarů v ročních tržbách. U společnosti Pfizer jsou to léky jako Lipitor, Viagra a 13 dalších.

⁶⁴ Generické léky (generika) jsou ekvivalenty originálních léků, které vstupují na trh po vypršení patentové ochrany. Mají stejný účinek a kvalitu jako původní lék.

nadhodnocenost. Nevhodnou investicí se pak jeví firma GlaxoSmithKline (GSK), která se obchoduje za více jak dvanáctinásobek účetní hodnoty.

5.1.8 Verizon Communications Inc.

Telekomunikační společnost Verizon (NYSE:VZ) své jméno odvozuje ze složení slov „veritas“ a „horizon“. Původ firmy nalezneme v roce 1984 kdy se od známé společnosti AT&T oddělilo několik menších společností tzv. „Baby Bells“ mezi kterými byla i Bell Atlantic operující v oblasti New Yorku a New Jersey. Po několika akvizicích menších lokálních operátorů v roce 2000 společnost přijala jméno Verizon. 188 tisíc zaměstnanců společnosti aktuálně obsluhuje zákazníky téměř ve 150 zemích světa.

Verizon se stal součástí indexu DJIA v dubnu 2004. Z indexu byly v tomto roce vyřazeny společnosti International Paper, AT&T a EastmanKodak, které byly nahrazeny právě firmou Verizon a dále společnostmi Pfizer a American International Group (AIG).

Firmy z oboru telekomunikací zpravidla lákají investory zajímavým dividendovým výnosem, nejsou příliš citlivé na hospodářské cykly a nabízejí tak určitou formu bezpečí během klesajících trhů. Předchod od tradičních pevných kabelových sítí k bezdrátovým sítím umožnil telekomunikačním společnostem nárůst zisků a masové rozšíření nových rychlých datových sítí 4. generace (4G) může mít stejný efekt.

Nevýhodou podnikání v telekomunikacích jsou poměrně vysoké kapitálové náklady, aktuálně zvyšující se tlak na marže a hrozba pro operátory působící na evropském trhu ve spojení s plánem EU zavést jednotné ceny volání.

Firma Verizon může hledat možnosti k růstu především v telekomunikačně zajímavých regionech v Asii nebo v Latinské Americe. Trhy zde nejsou zdaleka tolik nasycené jako v domovských USA nebo v kontinentální Evropě.

Tabulka 11: Valuace Verizon Communications v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
Verizon	0.31\$	11.59\$	145.55	3.89	1.11	23.18	0.79	4.57%	2.53%
AT&T	1.21\$	16.54\$	29.76	2.18	1.58	5.13	0.71	5.00%	7.34%
SprintNextel	-1.44\$	2.35\$	X	2.47	0.49	X	1.55	0	-46.72%
CenturyLink	1.25\$	31.03\$	27.91	1.12	1.19	18.24	0.78	8.31%	3.87%
MetroPCS	1.52\$	9.15\$	6.45	1.07	0.71	0.41	4.06	0	17.97%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Telekomunikační sektor je známý pro vyplácení poměrně vysokých dividend. V tomto ohledu nabízí nejvyšší dividendový výnos (přes 8%) firma CenturyLink. Společnost Verizon se obchoduje za extrémní hodnoty P/E, potažmo PEG, a také za necelý čtyřnásobek účetní hodnoty. Verizon proto z hlediska poměrových ukazatelů rozhodně není vhodnou investicí pro hodnotorůstové investory. Vyhnout by se investoři měli také ztrátové SprintNextel. Naopak pozornost by měli zaměřit na společnost MetroPCS. Ta se obchoduje za nízké P/E, zhruba na úrovni své účetní hodnoty a pod hodnotou svých tržeb. Nízký ukazatel PEG také indikuje možnou podhodnocenost. U MetroPCS mohou investoři ocenit také vysoký poměr likvidity a návratnosti vlastního kapitálu oproti konkurentům v sektoru.

5.1.9 Wal-Mart Stores Inc.

Wal-Mart (NYSE:WMT) je v domovských USA ekvivalentem pojmu „obchodní řetězec“, široká síť obchodních domů a marketů po celém světě ho řadí v globálním žebříčku na první místo jak mezi maloobchodníky, tak na špičku mezi soukromými zaměstnavateli na světě. Wal-Mart zaměstnává v 27 zemích cca 2,2 milionu lidí. Od doby kdy v roce 1962 Sam Walton společnost založil je společnost stále vlastněna rodinou Waltonových, ti dnes disponují zhruba 48% akcií a umísťují se na předních pozicích žebříčků světových miliardářů. Sloganem společnosti je „Save money, live better“ (Ušetřete peníze, žijte lépe).

Wal-Mart byl první společností na světě, která přešla do pull production (analýza předpokládaného prodeje, objednání u výrobce). Vždy stála za projektem RFID čipů, namísto papírových štítků, aby byla možnost umístit je na všechny výrobky za co nejméně nákladů. Byla jedna z prvních firem, která v roce 2007 přebudovala své prodejny na ekologické, snížením spotřeby energie a kysličníku uhličitého.

Jen ve Spojených státech je 3 800 prodejen a navštěvuje je každý třetí Američan (100 milionů). Mimo USA má Wal-Mart své prodejny v dalších 15 zemích. Ty nejvýznamnější jsou Kanada, Brazílie, Mexiko, Japonsko a Spojené království. V roce 2011 společnost převzala v Jihoafrické republice firmu Massma, čímž hodlá rozvinout svou síť prodeje online.

Prvenství firmy ve velikosti obrátů, šíři prodeje atd. sebou nese i negativa, za které se společnost ocitá pod palbou kritiky. Například z hlediska pracovního prostředí a ohodnocení zaměstnanců, kterým dává nepřiměřeně mnoho pracovních úkonů za málo peněz. Průměrný nejnižší plat zaměstnance u této společnosti je 13 000 dolarů

(národní průměr v USA je 36 000 dolarů). Obrazu společnosti příliš nepomáhá ani prokázané potlačování odborů, nezaplacené přesčasy nebo také kriminalita před prodejny na parkovištích. Péče o zaměstnance tedy není příliš dobrá. Problémy mají také dodavatelé, kteří bývají firmou Wal-Mart sankcionováni za nadprůměrný či naopak podprůměrný odbyt zboží.

Tabulka 12: Valuace Wal-Mart Stores v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
Wal-Mart	4.86\$	22.00\$	14.46	3.19	0.51	1.56	0.83	2.26%	23.52%
Costco	4.03\$	29.12\$	25.17	3.48	0.44	1.93	1.09	1.08%	14.38%
Target	4.51\$	24.98\$	14.22	2.57	0.58	1.22	1.18	2.25%	19.10%
Sears	-26.63\$	36.10\$	X	1.23	0.12	X	1.06	0	-49.27%
Dollar General	2.74\$	14.40\$	17.36	3.30	0.98	1.00	1.60	0	19.96%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

V oboru obchodních řetězců se investoři musí jednoznačně vyhybat firmě Sears, která vykazuje velmi velké ztráty. Většina vybraných řetězců se obchoduje pod hodnotou svých tržeb a poměry P/B se u nich pohybují okolo 3 – 3,5 násobku účetní hodnoty. Hodnotovorůstový investor tedy pravděpodobně podrobí důkladnější analýze společnosti Target, Dollar General a také Wal-Mart. Oproti Wal-Martu disponují společnosti Target a Dollar General lepším poměrem likvidity a ukazatelem PEG. Zde bude výběr konkrétního titulu záviset především na individuálních preferencích investora.

5.1.10 The Walt Disney Company

Za krále zábavy pro děti můžeme bezesporu považovat zakladatele společnosti Disney (NYSE:DIS), pana Walta Disneyho. Jeho animované postavičky stále baví celé generace již od 30.let 20. století. Společnost vznikla již v roce 1923. Dnes je Disney jednou z největších mediálních společností na světě, vlastní televízni stanice, zábavní parky, rádia a pronikla také do oboru nových online médií. Časopis Forbes ji umístil ve svém žebříčku nejsilnějších světových značek na 13. místo.

Zřejmě nejpůvodnější Disneyho postavička a symbol společnosti, myšák Mickey, spatřila světlo světa v roce 1928. Ve stejném roce Disney uvedl vůbec první

animovaný film se zvukem Steamboat Willie kde byl v hlavní roli právě Mickey Mouse. O čtyři roky později, v roce 1932, Walt Disney podepsal kontrakt se společností Technicolor na výrobu barevných animovaných filmů. Extrémní úspěch zaznamenal první celovečerní film Sněhurka a sedm trpaslíků z roku 1937. Peníze, které film přinesl využil Disney k výstavbě nových studií a společnost v roce 1939 poprvé vstoupila na burzu. S příchodem druhé světové války musela většina zaměstnanců nastoupit do armády a nově nastoupivší zaměstnanci se věnovali na základě pověření americké vlády výrobě krátkých propagandistických filmů, ve kterých účinkoval např. Kačer Donald.

V poválečném období Disney uvedl úspěšné celovečerní filmy jako Petr Pan (1953), Popelka (1950) nebo Alenka v říši divů (1951). Na konci roku 1950 společně s firmou Coca-Cola se Disney poprvé dostal do televize. Zprvu na stanici NBC a v roce 1954 začala stanice ABC vysílat první Disneyho pravidelný seriál. Walt Disney se také úspěšně pokusil vytvořit vlastní zábavní park nedaleko kalifornského Anaheimu. V červenci 1955 tak otevřel první Disneyland na světě. V prosinci 1966 pak zakladatel Walt Disney umírá a v roce 1971 také jeho bratr Roy, který po jeho smrti společnost vedl.

Zásadní přelom přichází v roce 1983, kdy je spuštěn placený kanál kabelové televize Disney Channel. V 90. letech dokázala společnost Disney každý rok zvyšovat obrát o 20 %. V roce 1995 koupila stanici ABC včetně její úspěšné sítě ESPN a v roce 1998 do majetku Disneyho spadaly i sportovní týmy Mighty Ducks of Anaheim (hokej) a Anaheim Angels (baseball). Novou éru znamenal nástup Boba Igera do křesla ředitele společnosti v roce 2005. O rok později se Disney rozhodl k fúzi s velmi úspěšným animačním studiem Pixar v hodnotě 7,4 miliardy dolarů. Velké akvizice si Disney přichystal i na roky 2009 (nákup Marvel Entertainment) a 2012 (koupě Lucasfilm). Tyto akvizice z Disneyho udělaly jednu z opravdu nejmočnějších masmediálních společností na světě.

Tabulka 13: Valuace Walt Disney Co. v porovnání s konkurenty

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
Walt Disney	3.09\$	22.78\$	17.53	2.38	2.28	1.56	0.99	1.38%	14.31%
Time Warner	3.09\$	32.05\$	17.35	1.67	1.74	1.42	1.35	2.14%	10.05%
News Corp	1.69\$	12.07\$	17.24	2.41	1.97	1.14	1.92	0.58%	14.38%

Comcast	2.19\$	18.37\$	18.28	2.18	1.73	1.14	1.04	1.62%	12.50%
Viacom	4.24\$	14.43\$	14.07	4.13	2.23	1.02	1.24	1.84%	29.34%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Mezi zvolenými masmediálními společnostmi, které se momentálně obchodují na velmi podobné úrovni P/E, by investor mohl vybrat k bližšímu zkoumání společnosti Time Warner, News Corp a Viacom. Tyto společnosti mají zajímavý poměr PEG a firmy Time Warner a News Corp disponují z hlediska sektoru také dobrým poměrem likvidity. Samostatnou kapitolou je v sektoru společnost Walt Disney, která sice vykazuje podobná čísla jako konkurenti, nicméně nedávné akvizice a získání filmových práv na úspěšné komiksové adaptace a značku StarWars jí v dlouhodobém horizontu mohou zajistit větší růst zisků.

6 ANALÝZA ODVĚTVÍ VYBRANÝCH SPOLEČNOSTÍ

6.1 Základní materiály

Základní materiály jsou obecně sektorem, kde zákazníci staví svá nákupní rozhodnutí především na ceně. Zákazníci ze sektoru základních materiálů (automobilky, letectví, stavebnictví) tudíž vždy hledají toho dodavatele, který nabídne nejnižší cenu. Konkureční výhodou v tomto odvětví je tedy schopnost nízkonákladové produkce, vysoká efektivita nebo přístup k rozsáhlým zdrojům.

Pokud se něčím základní materiály opravdu vyznačují je to cykličnost. V dobách expanze producenti vykazují velké zisky, nicméně s nástupem recese nejsou neobvyklé bankroty některých společností. Několikaletý propad v aktivitě ve stavebnictví jak v USA tak v Evropě se podepsal na producentech některých stavebních materiálů (např. hliník, ocel).

Většinu světové poptávky po materiálech momentálně živí především rozvíjející se ekonomiky v Rusku, Brazílii, Indii a Číně. Čína coby největší světový odběratel materiálů má na poptávku největší vliv, proto jsou výhledy na ekonomické zpomalení této země přijímány s velkými obavami. Slabá poptávka od euro-amerického průmyslu brzdí nejvíce producenty průmyslových kovů. Pro zpracovatele kovů a petrochemický průmysl jsou ohrožujícím faktorem také rostoucí náklady na energie.

Hliníkárenské společnosti v USA, po radikálním propadu v důsledku hospodářské krize (2009), do dnešních dnů (2013), stále nedosáhly předkrizových úrovní. Ačkoliv se domácí poptávka velmi mírně zlepšuje, životně důležitá je pro společnosti stále poptávka z Číny. Na domácím trhu patří aktuálně mezi největší odběratele hliníku dopravní a elektrotechnický průmysl. Americká asociace producentů hliníku odhaduje, že oživení ekonomiky a vývoj v automobilovém průmyslu může do roku 2025 zdvojnásobit podíl hliníkových součástí v automobilech⁶⁵.

I přes aktuální slabý nebo žádný růst ve vyspělých ekonomikách, lze očekávat zlepšení situace a hospodářské oživení v USA, které bude pozitivní pro společnosti z oboru základních materiálů. Ohrožení pro tento průmysl může znamenat případné oslabení růstu poptávky z Číny.

⁶⁵ LEWIS, J. Industry Statistics Reveal Increasing Domestic Demand, Production, and Consumption for Aluminum. In: *The Aluminum Association* [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.aluminum.org/AM/Template.cfm?Section=2012&CONTENTID=33309&TEMPLATE=/CM/ContentDisplay.cfm>

6.2 Výroba nealkoholických nápojů

Odvětví výrobců nápojů je do značné míry ovlivněno konkurenčním bojem dvou dominantních společností v oboru – Coca-Cola a PepsiCo. Obě společnosti ovlivnily v letech 2009 a 2010 odvětví odkoupením svých stáčecích společností v Severní Americe.

Výrobci nápojů zpravidla disponují širokým portfoliem produktů od limonád, džusů, balených vod až po sportovní a energy drinky. Pro sektor nealkoholických nápojů je také typická ochota zákazníků experimentovat, přecházet mezi jednotlivými produkty a hledat nejlepší poměr cena/hodnota. V dobách ekonomického poklesu zákazníci více tlačí na cenu a pokud chtějí společnosti zákazníka udržet u svých produktů, musí mu nabídnout buď vyšší užitnou hodnotu nebo nižší cenu. To vede k snižování marží, které se významně podílí na ziskovosti společností. Zákazník také u nápojů více vnímá balení a obal produktu. Společnosti proto investují značné částky do marketingu. Vliv na výrobce slazených limonád má také vývoj cen některých zemědělských komodit (např. cukru) na trzích, které firmy potřebují při výrobě svých produktů.

I když se od roku 2009 zákazníci na vyspělých trzích přesouvají směrem k zdravějším nápojům, rozvíjející se trhy přispívají velkou měrou k poptávce a růstu společností, které nápoje vyrábí. Podle analytika IBISWorld Stevena Connella v příštích pěti letech porostou tržby celého odvětví o 0.7% ročně a odvětví bude generovat ročně cca 200 miliard dolarů⁶⁶. Pro společnost Coca-Cola je velmi významným trhem vedle dominantních domovských USA také jižní soused Mexiko. Důležité pro výrobce nápojů jsou i další jihoamerické státy jako Brazílie, Argentina nebo Chile. Nárůst v popularitě i mimo Evropu a Severní Ameriku zaznamenávají také výrobci energy drinků RedBull nebo Monster a značka sportovních nápojů Gatorade vlastněná PepsiCo.

V dlouhodobém výhledu mohou výrobci nápojů v globálním měřítku koncentrovat svoji pozornost na rostoucí trhy v Rusku, Číně a Jižní Americe, ale zároveň bude nutné vypracovat plány pro vyspělé trhy, kde se v rámci trendu zákazníci přesouvají směrem k zdravějším produktům.

⁶⁶ Global Soft Drink and Bottled Water Manufacturing Industry Market Research Report Now Available from IBISWorld. In: *PRWeb* [online]. 27.4.2012 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z: <http://www.prweb.com/releases/2012/4/prweb9448890.htm>

6.3 Těžba ropy a plynu

Energetický sektor byl od začátku roku 2008 pod značným tlakem. Finanční krize, vysoké ceny ropy a zemního plynu s výhledem na ještě větší růst a ztráta pracovních míst díky konkurenci z Číny postihly americké těžbařské společnosti.

Nastupující americký prezident Barack Obama ve své kampani věnoval velkou část pozornosti americké energetické situaci. Ve svých projevech vyjadřoval snahu v úřadu posunout Spojené státy směrem k většímu využití alternativních energií a snížení emisí skleníkových plynů. Spolu se svým viceprezidentem Joe Bidenem v roce 2009 formuloval novou energetickou strategii USA⁶⁷. Strategie označovala závislost USA na dovozové ropě za problém ve vztahu k životnímu prostředí a také za problém národní bezpečnosti. Díky probíhající krizi byla opatření ve strategii zaměřená na podporu spotřeby a zlevnění energií pro amerického spotřebitele. Obamova strategie formulovala dlouhodobější cíle v boji proti klimatickým změnám. Tato strategie má dále podle Baracka Obamy pomoci vytvořit okolo 5 milionů nových pracovních míst.

Pro americký ropný průmysl jsou významné snahy o vybudování ropovodu z Aljašky, který plánovala, nicméně nezvládla realizovat, administrativa Obamova předchůdce ve funkci George W. Bushe. Velký význam má kromě rozšiřování těžby a nových nalezišť také technologický vývoj v odvětví. Důvodem je nová technologie „frakování“ – hydraulické štěpení –, která umožňuje těžbu ropy a plynu z dosud ekonomicky málo lukrativních nalezišť. Zásoby jsou podle Mezinárodní energetické agentury v USA natolik vysoké, že se země do roku 2020 stane třetím největším producentem ropy po Saúdské Arábii a Rusku⁶⁸.

Kromě tradiční „krve“ ekonomiky, tedy ropy, se stále více pozornosti obrací směrem k zemnímu plynu. Prokazatelné zásoby zemního plynu jsou větší než známé zásoby ropy, proto je tedy nutné v dlouhém výhledu počítat se situací kdy zásoby ropy dojdou a ekonomiky budou nuceny přejít na jiné zdroje energie.

Cena amerického zemního plynu je téměř čtyřikrát nižší než toho evropského, přestože Spojené státy disponují pouze přibližně 4% celosvětových zásob konvenčního

⁶⁷ OBAMA, B. a BIDEN, J. New Energy for America. *BarackObama.com* [online]. 2009 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: https://my.barackobama.com/page/content/newenergy_more

⁶⁸ PIETRAŠ, P. Energetická nezávislost USA do roku 2020 změní vztahy ve světě. In: *ČeskáPozice* [online]. 20.1.2013 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: <http://www.ceskapozice.cz/zahranici/geopolitika/energeticka-nezavislost-usa-do-roku-2020-zmeni-vztahy-ve-svete>

zemního plynu. Za nízkou cenou v Americe stojí mimo jiné rostoucí význam plynu břidlicového, kterého se pod USA nachází obrovské množství. Predikce počítají s možností, že v roce 2015 Spojené státy v produkci zemního plynu předstihnou i současnou světovou jedničku, tedy Rusko.⁶⁹

Pokud se USA přemění ze současné pozice čistého importéra ropy a plynu na čistého exportéra, bude to mít významný dopad i na geopolitické rozložení sil ve světě. Velcí spotřebitelé energií jako např. Čína budou obstarávat většinu dovozu arabské ropy a budou muset koncentrovat pozornost na svůj vliv v tomto regionu mnohem více než dříve.

V sektoru těžby ropy a plynu tedy může v příštích letech docházet k významným změnám, především díky projektu energetické nezávislosti USA, ze kterých americké těžařské společnosti budou moci získat lepší konkurenční pozici.

6.4 Informační technologie

Informační technologie jsou v posledních 20 letech velmi důležitým odvětvím globální ekonomiky, neboť jsou spojeny s vývojem a inovacemi. Dnes je IT sektor zřejmě jeden z největších na současném trhu. V moderní ekonomice téměř nenalezneme oblast, které by se nějakým způsobem technologie nedotýkaly. Technologie do ostatních sektorů zpravidla přinášejí zvyšování produktivity, profitability a kvality produktů. Informační technologie jsou známé pro svoje ostré konkurenční prostředí a rychlé cykly. V takovém prostředí je pro mnoho společností obtížné zachovat si dlouhodobou pozici. I dnešní dominantní hráči jako Apple nebo Microsoft prošli obdobím, kdy byli považováni za téměř mrtvé společnosti. Protože ne všechny technologické společnosti jsou stejné, můžeme odvětví IT vnímat jako složené ze čtveřice velkých sektorů: čipy, hardware, software a sítě.

Čipy jsou vnímány jako vysoce cyklický byznys, který je přímo závislý na poptávce po počítačích, mobilních telefonech atd. I přes tuto cykličnost je pro výrobce čipů důležité stále inovovat a vyvíjet svůj produkt.

Ačkoliv se hardwaru již nedostává až tolik pozornosti jako dříve, je stále důležitým prvkem pro IT byznys. Tento sektor nemá úplně jasné hranice, neboť za hardware můžeme v principu brát i spotřební elektroniku nebo mobilní telefony. S tím

⁶⁹ BERÁNEK, T. Americký břidlicový plyn jako začátek světové energetické revoluce. In: *Investičníweb.cz* [online]. 27.1.2013 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/fx-komodity/komodity/2013/1/27/americky-bridlicovy-plyn-jako-zacatek-svetove-energeticke-revoluce/>

jak se rozšiřuje objem dat ve světě lze předpokládat, že zákazníci budou jevit stále vyšší zájem např. o datová úložiště a servery.

Hardware by ovšem nemohl patřičně fungovat bez softwaru. Softwarový byznys se dnes pohybuje v objemu přibližně 300 miliard dolarů. Obor softwaru sice není přímo navázán na širší ekonomický cyklus jako zmíněné čipy, ale v důsledku propadu ziskovosti mohou některé firmy snižovat své výdaje na IT a software. Na vývoj softwarových řešení má v současné době vliv nástup cloudových technologií, které poněkud mění vztah mezi poskytovatelem softwaru a koncovým uživatelem.

Sítě a internetový byznys jsou samostatnou kapitolou. Internet měl a má zásadní dopad na celé odvětví obchodu obecně. Uvádí se že odvětví tzv. e-commerce (obchodu přes internet) za rok 2010 jenom v USA má hodnotu 150 miliard dolarů a roste v průměru o 20% ročně oproti 3-4% v případě kamenných obchodů⁷⁰.

Hlavní trendy v IT oboru tedy lze spatřovat ve sblížení spotřební elektroniky s internetem, poptávce po datových úložištích a serverech, prodeji přes internet nebo cloudových řešeních. V USA z tohoto vývoje budou těžit společnosti jako Oracle a IBM (data, servery, cloud), Amazon (online prodej) nebo Netflix (online filmy).

6.5 Bankovníctví

Americké bankovníctví se během finanční krize od roku 2008 stalo předmětem silných regulačních tlaků ze strany federální vlády. Přijetí Dodd-Frankovy legislativy⁷¹ v roce 2010, která mimo jiné zvyšuje vládní dohled nad obchodováním s deriváty, má za cíl zvýšit transparentnost aktivit bank. V roce 2011 se stalo aktivním tzv. Volckerovo pravidlo (součást Dodd-Frank), které má zabránit klientům bank platit vysoké poplatky u kreditních karet. Většina bank proti tomuto pravidlu protestuje, protože ovlivňuje jejich tržby.

Například Bank of America se pokusila zvýšit veškeré ostatní poplatky, které nespádají pod Volckerovo pravidlo, ale jen se smíšenými výsledky. Díky rostoucím poplatkům část klientů bank přesunula své peníze do družstevních záložen a

⁷⁰ Is Online Shopping Killing Brick-And-Mortar?. In: *Investopedia* [online]. 28.7.2011 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/financial-edge/0711/is-online-shopping-killing-brick-and-mortar.aspx#axzz2N24R0jYn>

⁷¹ Public Law 111-203 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In: *U.S. Government Printing Office*. 21.7.2010. Dostupné z: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

regionálních bank, které jsou podle jejich názoru více klientsky orientované a neplatí u nich tak vysoké poplatky.

Pro některé banky je problematická také i politika Federálního rezervního systému (FED) v oblasti úrokových sazeb. Banky založené na tradičním bankovníctví (úvěrování), jako je Wells Fargo nebo US Bancorp, se v prostředí současných velmi nízkých úrokových sazeb musejí potýkat s oslabujícími čistými úrokovými maržemi (net interest margin). Nízké čisté úrokové marže znamenají, že banky nezískávají tolik příjmů na úrocích z úvěrů.

Vzhledem k prohlášením FEDu, který hodlá držet úrokové sazby nízko po delší dobu, a razí politiku neomezeného kvantitativního uvolňování, bude pro klasické komerční banky v následujících letech obtížné získávat významnější příjmy z úvěrování. Mírně lepší pozici mohou mít banky disponující příjmy především z tradingových aktivit, které jsou ovšem stále poněkud svázané regulační legislativou. Velké banky se pak musí vypořádat s odlivem klientů směrem k menším regionálním bankám (např. M&T Bank, PNC Financial Services nebo SunTrust Banks).

6.6 Řetězce fast-foodových restaurací

Obor fast-food řetězců je jedním z největších segmentů trhu s potravinami, ve Spojených státech tento sektor zahrnuje přes 200 tisíc restaurací, které dohromady vykazují roční tržby ve výši 120 miliard dolarů. Největšími hráči na tomto poli jsou řetězce McDonald's a provozovatel KFC firma Yum! Brands.

Od roku 2006 se do té doby rychle rostoucí průmysl začal potýkat se zpomalením. Hospodářská krize ve spojení s rostoucími cenami potravin, energií a neochotou spotřebitelů utrácet, snížila celému odvětví tržby a podepsala se také na maržích společností.

USA jsou bez pochyb největšími globálními spotřebiteli fast-foodových produktů. Podle americké Národní asociace restaurací propad ekonomiky znamenal pro 55% restaurací propad v tržbách, zatímco jen 28% vykázalo nárůst. Ani velké společnosti jako McDonald's se i přes velkou snahu neubránily poklesu. Rostoucí ceny komodit jako kukuřice a obilí, takžené jednak poptávkou z Číny a Indie, tak slabým dolarem, jsou pro restaurační řetězce jednou z nejvýznamnějších nákladových položek. Nákup surovin je po mzdách druhým největším nákladem restaurací, kdy na každý dolar tržeb je 33 centů vydáno právě na nákup surovin. Řetězce jako Wendy's nebo Jack In The Box se díky tomu potýkají již několik let s poklesem v maržích.

Oslabení na trhu v Severní Americe ovšem dokázaly nadnárodní řetězce jako McDonald's vykompenzovat otevřením nových poboček v rychle rostoucích ekonomikách v Asii. Dnes má 50-60% tržeb velkých společností McDonald's nebo Yum! Brands původ mimo americký kontinent.

Pro fast-foodové řetězce mohou být hrozbou tzv. fast casual restauranty, tyto restauranty nabízí jídla v kvalitnější podobě a v příjemnějším prostředí než fastfoody. Příkladem jsou řetězce restaurací Chipotle nebo Panera. Fast casual restaurace se nacházejí v rostoucím trendu a i když nedisponují oproti velkým fastfood řetězcům natolik dominantní silou, mohou se v delším horizontu stát nepříjemným konkurentem.

6.7 Zdravotní péče

Ekonom banky Citigroup, Steven Wieting varuje před možností, že se akcie firem podnikajících ve zdravotnictví v dlouhém výhledu stanou předmětem další bubliny, podobně jako se tak v nedávné minulosti stalo u technologických akcií a nemovitostního trhu.⁷²

Hlavní příčiny leží v globálním růstu a stárnutí populace, který zvyšuje poptávku po zdravotních produktech a službách. S tím jak roste poptávka, se farmaceutické společnosti a stát potýkají s rostoucími náklady na vývoj nových léčiv, a na poskytování zdravotní péče. Tyto rostoucí náklady se poté projevují v přenesení určité části nákladů na spotřebitele, pro kterého se zdravotní péče stává dražší.

Ze strany státu lze tuto situaci řešit třemi možnými způsoby – přenesením části nákladů na ty společnosti, které aktuálně nabízejí největší ziskové marže, zvýšením daní nebo zvyšováním shodku státního rozpočtu. Vyspělé ekonomiky (USA, Japonsko, Západní Evropa) se již nyní potýkají s problémem, že náklady na zdravotní péči limitují toky peněz do ostatních sektorů ekonomiky.

V USA byl v roce 2010 na základě iniciativy prezidenta Baracka Obamy přijat federální zákon pod zkratkou PPACA (Patient Protection and Affordable Care Act⁷³), který si klade za cíl redukovat množství američanů bez zdravotního pojištění a pomocí daňových úprav snížit náklady na zdravotní péči. U tohoto velmi diskutovaného

⁷² Economy Now Facing the Biggest Bubble Since Housing?. In: *CNBC* [online]. 12.4.2012 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z:

http://www.cnbc.com/id/47033343/Economy_Now_Facing_the_Biggest_Bubble_Since_Housing

⁷³ Public Law 111-148 - Patient Protection and Affordable Care Act. In: *U.S. Government Printing Office*. 2010. Dostupné z: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ148/content-detail.html>

zákona, mediálně označovaného jako „Obamacare“ uznal Nejvyšší soud USA v červnu 2012 jeho soulad s ústavou.

Společnosti jako Pfizer se tedy musí obávat, že jejich odvětví může postihnout propad marží, nižší tržby a ušlé zisky tak budou muset být vykompenzovány novými léky.

6.8 Telekomunikace

Telekomunikace prošly za posledních 10 let velmi rychlým rozvojem. Počty uživatelů standartních pevných linek pravidelně klesají ve prospěch růstu mobilního trhu. Prodej nových mobilních zařízení ale utrpěl za rok 2009 propad spolu s ekonomickou krizí. Dnes na počátku roku 2013 ovšem poptávka jak po smartphonech tak po klasických „hloupých“ mobilech zaznamenává růst hlavně díky rozvíjejícím se ekonomikám v Asii nebo Jižní Americe.

Pro další vývoj telekomunikací identifikovaly společnosti, zabývající se výzkumem trhu s telekomunikacemi a IT (např. Gartner nebo Infonetics Research), jako důležité několik technologií. Nejdůležitější roli hraje mobilní internet, podle jejich průzkumů přibližně 85% prodaných mobilních telefonů v sobě nese nějakou formu webového prohlížeče. Dominantní je i nástup dotykových displejů, které se stávají standardem u většiny mobilních zařízení. Také obchody s aplikacemi (app stores) budou mít vliv na vývoj mobilního trhu. Velmi zajímavou oblastí pro nové firmy bude mimo jiné i rostoucí důraz (především od velkých korporací) na datovou bezpečnost.

Ve Spojených státech mají smartphony zhruba 53% podíl na trhu (123 miliónů uživatelů), nejpoužívanějšími značkami telefonů jsou Samsung (26,9%) a Apple (18,5%), nejvyužívanějšími operačními systémy pak Google Android (53,7%) a Apple iOS (35%)⁷⁴.

Mobilnímu trhu v USA mezi poskytovateli mobilních služeb dominují především společnosti AT&T a Verizon, které dohromady mají 68% trhu (Verizon – 36%, AT&T – 32%). I když je podnikání mobilních operátorů na saturovaných trzích často spojeno s fungováním na hranici oligopolu, v posledních letech se v USA zákazníci a také regulační orgány snaží o snížení cen pro koncového zákazníka. To vytváří pro operátory tlak na jejich marže.

⁷⁴ ComScore Reports November 2012 U.S. Mobile Subscriber Market Share. In: *ComScore* [online].

3.1.2013 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z:

http://www.comscore.com/Insights/Press_Releases/2013/1/comScore_Reports_November_2012_U.S._Mobile_Subscriber_Market_Share

V dlouhodobém výhledu se tedy mobilní operátoři v USA budou nuceni vypořádat jak s tlakem na marže, tak s vysokými kapitálovými náklady na budování infrastruktury pro nové rychlé LTE (Long-Term-Evolution) sítě.

6.9 Maloobchod

Retailový (maloobchodní) sektor obsahuje široké spektrum nabízeného zboží, sahajícího od běžných komodit (potraviny, oblečení) až po specializované produkty (sportovní vybavení, automobilové součástky). V tomto sektoru se pohybují jak malé rodinné firmy tak nadnárodní giganti jako Wal-Mart nebo Tesco. Tyto kolosy mají proti drobným obchodníkům nepopíratelnou výhodu v cenotvorné síle, kterou mohou vyvinout na své dodavatele aby získali výhodnou cenu. Významný je také tržní podíl podobných společností na trhu. Některé řetězce pro posílení své pozice využívají i vlastní značky produktů. Ekonomická krize poněkud paradoxně spíše velkým řetězcům pomohla, neboť se zákazníci začali obracet k levnějším produktům, které jim mohly velké řetězce nabídnout.

Velké řetězce také s úspěchem objevují výhody informačních technologií a internetu. Internet je dnes pro maloobchodníky významným distribučním kanálem a prodeje přes něj mají rostoucí trend. Informační technologie maloobchodníkům také umožňují sbírat detailní informace o zákazníkovi a jeho marketingových preferencích (např. pomocí věrnostních karet). Třetí největší globální řetězec, britské Tesco, používá také pokročilý systém předpovědi počasí, díky kterému přizpůsobuje zboží na pultech podle aktuálního počasí.

Přetrvávajícím trendem u maloobchodů je využívání globálních zdrojů a dodavatelů. Jednak díky možnosti najít nejlevnějšího dodavatele na světě, a jednak také schopnost mít u sezónních potravin (např. ovoce) zboží k dispozici celoročně.

V poslední době maloobchody expandují i do jiných oblastí – spotřební elektronika, lékárny, finanční služby nebo služby mobilního operátora. Expanze směrem k produktům a službám s vysokou marží je způsobena tím, že v některých zemích je řetězců již příliš mnoho a trh je tak nasycený.

6.10 Média a zábava

Sektor médií, ať již hovoříme o jeho tradičním pojetí (noviny, televize, film) nebo tzv. nových médiích (internetové portály, sociální sítě atd.) je poměrně závislý na ekonomickém cyklu, protože značnou část příjmu u nich tvoří příjmy z reklamy. Pro

tento sektor je ekonomický propad nepříjemný především díky tomu, že první obětí recese bývají korporátní rozpočty na reklamu a propagaci.

Ve Spojených státech se díky krizi v roce 2009 pod tlak dostaly nejvíce tradiční noviny. Vydavatel populárních deníků Los Angeles Times a Chicago Tribune byl nucen vyhlásit bankrot. I slavné New York Times musely kvůli vysokému zadlužení požádat svého významného akcionáře Carlose Slima o úvěr ve výši 250 miliónů dolarů.⁷⁵

Se zlepšujícím se stavem ekonomiky v roce 2010 velké korporace (včetně jednoho z nejvýznamnějších reklamních inzerentů – firmy Procter&Gamble) začaly znovu navyšovat rozpočty na propagaci a oživil tím také mediální sektor.

Rok 2011 v globální mediální branži poměrně výrazně ovlivnil skandál mediální společnosti NewsCorp s odposlechy, který vedl k zrušení britských bulvárních novin News Of The World. Tento incident vymezil hranice mezi etickými a neetickými novinářskými praktikami.

Zajímavý vývoj je oblasti poskytovatelů kabelové televize. Počty diváků, kteří využívají placené kabelové televize v USA, zůstávají relativně stabilní a v globálním měřítku mají rostoucí tendenci. Poskytovatelé kabelových televizí jako je DirecTV, Comcast nebo TiVo dnes běžně poskytují také kombinované balíčky zahrnující telefon, internet a kabelovou televizi.

Rozvoj internetu a s ním spojený nástup éry nových médií (internetové noviny jako Huffington Post nebo sociální sítě Facebook či Twitter) změnil pohled na poskytování mediálního obsahu divákovi. Tradiční papírové noviny si sice stále drží své zákazníky, ale musejí čelit tzv. neziskovým zprávám (non-profit news) a očitým svědectvím, které šíří občané pomocí blogů a sociálních sítí. Novinové články a komentáře také s internetem velmi složitě soupeří v rychlosti poskytování informací. Mediální společnosti proto musí klást důraz na střednědobý výhled svých business modelů.

Filmový průmysl se také díky krizi musel vypořádat s poklesem diváků v tradičních kinech. Lidé v důsledku ekonomické recese a propadu v příjmech dávali více přednost domácí zábavě před návštěvou kin. Situace se ovšem v posledních letech zásadně vylepšila. Mediální společnosti dnes disponují velkými hotovostními rezervami a rozšiřují svá portfolia o akvizice významných značek v oboru a získávají mediální práva na úspěšné filmy, postavy a seriály.

⁷⁵ DASH, E. Mexican Billionaire Invests in Times Company. In: *The New York Times* [online]. 19.1.2009 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z: http://www.nytimes.com/2009/01/20/business/media/20times.html?_r=0

7 SROVNÁNÍ A VYHODNOCENÍ UKAZATELŮ

Vyjma porovnání společností s významnými konkurenty v sektorech, kde podnikají, můžeme také provést porovnání poměrových ukazatelů ve vztahu k ostatním vybraným společnostem z indexu DJIA. Přehled fundamentálních ukazatelů u vybraných společností proto shrnuje tato tabulka (Tab. 14).

Tabulka 14: Srovnání valuačních ukazatelů vybraných společností z DJIA

Společnost	EPS (ttm)	BV/Sh (mrq)	P/E (ttm)	P/B (mrq)	P/S (ttm)	PEG	CR (mrq)	Dividenda (%)	ROE (ttm)
Alcoa	0.16\$	12.35\$	54.12	0.70	0.39	7.62	1.30	1.39%	1.40%
Coca-Cola	1.97\$	7.33\$	19.14	5.14	3.52	2.14	1.09	2.70%	28.00%
ExxonMobil	9.69\$	36.56\$	9.14	2.42	0.83	10.63	1.01	2.57%	26.81%
IBM	14.41\$	16.69\$	13.76	11.88	2.14	1.40	1.13	1.71%	85.15%
JPMorgan Chase	5.20\$	53.64\$	9.28	0.90	3.27	1.21	0.93	2.49%	10.72%
McDonald's	5.36\$	13.83\$	17.56	6.81	3.43	1.98	1.45	3.27%	37.81%
Pfizer	1.26\$	11.09\$	21.75	2.47	3.42	8.56	2.15	3.50%	17.78%
Verizon	0.31\$	11.59\$	145.55	3.89	1.11	23.18	0.79	4.57%	2.53%
Wal-Mart	4.86\$	22.00\$	14.46	3.19	0.51	1.56	0.83	2.26%	23.52%
Walt Disney	3.09\$	22.78\$	17.53	2.38	2.28	1.56	0.99	1.38%	14.31%

Zdroj: FinViz - www.finviz.com a Ycharts – www.ycharts.com, stav ke 3.3.2013

Ze sledované desítky společností vykazuje největší zisk v přepočtu na akcii technologická IBM, zatímco nejnižší zisky spolu s návratností vlastního kapitálu mají hlinkárna Alcoa a mobilní operátor Verizon. Pod svojí účetní hodnotou se obchodují pouze Alcoa a JPMorgan Chase, kde je ovšem nutné poznamenat, že v případě firmy Alcoa nemůže investor ignorovat vysoké P/E a PEG ukazatele. Farmaceutická společnost Pfizer pak disponuje v poměru k ostatním společnostem v tabulce nejlepším poměrem likvidity. Při pohledu na dividendový výnos dominuje operátor Verizon, nicméně pro investora je varovným signálem velmi vysoké P/E (145násobek zisků) a nízká návratnost vlastního kapitálu.

V následující tabulce (Tab. 15) je na základě zisků vlastníků (Owner earnings – OE) diskontovaných diskontní sazbou, která je součtem bezrizikové sazby (Risk free rate – RFR) a rizikové prémie trhu (Market risk premium – MRP), vypočtená vnitřní hodnota akcie (Intrinsic value – IV). Tato vnitřní hodnota je pak porovnána s aktuální cenou, za kterou se akcie obchoduje. Tím dojdeme k určení velikosti bezpečnostního

polštáře (Margin of safety – MOS). Zisky vlastníků jsou uvedeny v milionech dolarů. Bezriziková sazba byla stanovena na základě výnosu u 30-letých amerických státních dluhopisů (30Y Treasury bonds). Riziková prémie trhu pak odpovídá sazbě stanovené pro USA (viz. Tab. 1).

Tabulka 15: Výpočet vnitřní hodnoty a bezpečnostního polštáře

Společnost	OE	RFR	MRP	Diskontní sazba	IV	Aktuální cena	MOS
Alcoa	363\$	3,06%	5,5%	8,56%	4,21\$	8,52\$	-102,37%
Coca-Cola	8 288\$	3,06%	5,5%	8,56%	21,56\$	38,72\$	-79,59%
ExxonMobil	27 357\$	3,06%	5,5%	8,56%	71,02\$	89,55\$	-26,09%
IBM	16 563\$	3,06%	5,5%	8,56%	171,23\$	200,83\$	-17,28%
JPMorgan Chase	19 880\$	3,06%	5,5%	8,56%	61,12\$	48,91\$	+24,96%
McDonald's	4 188\$	3,06%	5,5%	8,56%	48,93\$	95,90\$	-95,99%
Pfizer	14 570\$	3,06%	5,5%	8,56%	23,12\$	27,39\$	-18,47%
Verizon	6 907\$	3,06%	5,5%	8,56%	28,21\$	46,53\$	-64,94%
Wal-Mart	13 359\$	3,06%	5,5%	8,56%	46,59\$	70,78\$	-51,92%
Walt Disney	4 376\$	3,06%	5,5%	8,56%	28,24\$	54,59\$	-93,31%

Zdroj: vlastní výpočty autora, stav ke 3.3.2013

Z tabulky (Tab. 15) je jasně patrné, že téměř všechny zvolené společnosti, s jedinou výjimkou, mají zápornou hodnotu bezpečnostního polštáře. Ceny, za které se aktuálně obchodují, jsou tak výrazně vyšší než jejich vypočtená vnitřní hodnota. Částečně je tato situace dána tím, že aktuálně se index DJIA nachází poblíž absolutních historických maxim v býčím trendu a je tedy velmi obtížné nalézt podhodnocené společnosti s dostatečným bezpečnostním polštářem. Druhým důvodem je fakt, že s tím jak se v posledních letech zvýšila volatilita na trzích, značná část investorské veřejnosti spoléhá především na dividendové blue chipy jako je Coca-Cola nebo McDonald's. To v souvislosti s růstem trhu posunuje ceny takových akcií výrazně nad jejich vnitřní hodnotu.

Pokud se přeci jen investor rozhodne do těchto společností investovat, musí mít na paměti, že za většinu z nich zaplatí dosti vysoké prémie. Největší rozdíl a tudíž největší prémii by investor zaplatil na akciích společnosti Alcoa (102,37%) tj. více jak dvojnásobek skutečné hodnoty. Necelý dvojnásobek hodnoty by investor platil také za akcie společností Disney (93,31%) a McDonald's (95,99%). Nepříliš vhodnou investicí

pro hodnotovorůstového investora je, i přes nesporné silné obchodní stránky, firma Coca-Cola, za kterou by při aktuální ceně zaplatil o téměř 80% navíc. Nejnižší prémii by pak investor platil v případě akcií firem IBM (17,28%) a Pfizer (18,47%). Světlou výjimkou je mezi desítkou vybraných společností banka JPMorgan Chase u jejichž akcií je při současném ocenění přítomen bezpečnostní polštář cca 25%.

Hodnotovorůstový investor by tedy na základě bezpečnostních polštářů z této skupiny akcií volil jako vhodnou k nákupu banku JPMorgan Chase, a v případě výraznější tržní korekce nebo propadu, který by srazil ceny blíže k jejich skutečným vnitřním hodnotám, může zvážit investice do akcií IBM nebo Pfizer.

V rámci kvalitního investičního rozhodnutí je zde nutné vzít v ohled také situace v jednotlivých odvětvích. V případě JPMorgan Chase může investor očekávat v dlouhém horizontu postupné zvyšování úrokových sazeb, které zvýší bance příjmy z poskytnutých úvěrů, lze očekávat i mírné uvolňování regulatorních opatření, které bankám umožní štedřeji odměňovat své akcionáře. Z těchto důvodů je JPMorgan Chase ideálním kandidátem pro hodnotovorůstového investora jak z hlediska valuací, tak z hlediska budoucího pozitivního vývoje v sektoru. Investiční doporučení na tento titul tedy zní koupit.

U titulu IBM postrádá hodnotovorůstový investor bezpečnostní polštář, nicméně pozitivní výhled na vývoj v sektoru informačních technologií a rostoucí potřeba uskladňování stále většího množství dat spolu s koncentrací IBM na nejvíce ziskové aktivity, dávají investorovi dobrou příležitost k nákupu tohoto titulu. Investičním doporučením pro hodnotovorůstového investora je u akcií IBM akumulovat (nakupovat v případě poklesu).

Farmaceutická společnost Pfizer hodnotovorůstovému investorovi může nabídnout především dobrý dividendový výnos. Pozitivní pro Pfizer je také demografický vývoj spojený se stárnutím populace, která bude v následujících letech zvyšovat poptávku po lécích. Situace v odvětví ovšem obsahuje pro investora i několik rizik. Pfizeru vyprší v příštích letech několik patentů na úspěšné léky a farmaceutické odvětví se bude muset vypořádat s rostoucími náklady v důsledku zdravotnických reforem Obamovy administrativy. Pro hodnotovorůstového investora je tedy investičním doporučením bedlivě sledovat vývoj v oboru a během případných poklesů titul akumulovat.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo vytvořit investiční doporučení pro vybrané akciové tituly z indexu Dow Jones Industrial Average.

Investování na kapitálových trzích, konkrétně do instrumentu v podobě akcií, je činností, která i přes svoje nesporné riziko může přinášet zajímavé zisky. V hledání způsobu jak uspět, se může potenciální investor obrátit k fundamentální analýze a hodnotovorůstové strategii. Diplomová práce se proto zaměřila na praktické využití fundamentální analýzy ve spojení s hodnotovorůstovým přístupem k investování.

V teoretické části práce jsem se zabýval investičním přístupem známým jako hodnotovorůstové investování. Hodnotovorůstové investování má své základy v hodnotovém přístupu, proto byly v této části využity teoretické poznatky především z děl tvůrce hodnotového přístupu Benjamina Grahama. V podkapitolách jsem se věnoval konceptu bezpečnostní polštáře, pojmu vnitřní hodnoty akcie a pravidlům a kritériům spojeným s hodnotovým investováním. Následně je pak popsán přístup k investování, vyvinutý profesorem financí Glenem Arnoldem, který bývá označován jako hodnotovorůstový. Dále jsou v samostatné kapitole rozebrány faktory, které ovlivňují investorovo rozhodování při výběru akcií. Závěr teoretické části práce je pak věnován klíčovému prvku, kterým jsou oceňovací ukazatele, které hodnotovorůstový investor využívá.

V praktické části práce je v úvodu popsán americký burzovní index Dow Jones Industrial Average, jeho charakteristika a složení společností, které jeho současná podoba obsahuje a jeho stručný vývoj za posledních 22 let. Následující podkapitoly jsou poté věnovány jednotlivým vybraným společnostem z indexu. Zde je nastíněna jejich historie, faktory které mohou ovlivnit podnikání společnosti, silné a slabé stránky dané firmy a společnosti jsou též porovnány z hlediska fundamentálních ukazatelů vůči svým konkurentům v odvětví. Poté jsou v samostatné kapitole provedeny analýzy odvětví, ve kterých zmíněné společnosti podnikají.

V závěrečné kapitole praktické části jsou na základě teoretických poznatků, a získaných dat společnosti z indexu porovnány mezi sebou a vypočteny hodnoty jejich bezpečnostních polštářů.

Výsledky vyhodnocují jako vhodné k nákupu akcie banky JPMorgan Chase. S vyšší mírou rizikovosti pak investor může zvážit nákupy u společností IBM a Pfizer. Ačkoliv tyto společnosti, na rozdíl od akcií JPMorgan Chase, nedisponují bezpečnostním polštářem, v porovnání s ostatními vybranými společnostmi vycházejí jako kandidáti k nákupu v případě, že trh výrazně oslabí.

Jako jednoznačně nevhodné pro hodnotorůstového investora pak vycházejí akcie firem Alcoa, McDonald's a Walt Disney. Tyto společnosti i přes relativně pozitivní výhledy ve svých odvětvích nenabízí hodnotovorůstovému investorovi dostatečně výhodnou cenu a nejsou tak vhodné k začlenění do jeho portfolia.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Seznam použitých českých zdrojů

ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. Vyd. 1. Překlad Radek Blaheta. Brno: Computer Press, 2011, 366 s. ISBN 978-80-251-2768-1.

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2005, 174 s. ISBN 80-247-1205-9.

GRAHAM, Benjamin. *Inteligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 503 s. ISBN 978-80-247-1792-0.

KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 6., přeprac. vyd. Praha: Grada, 2010, 292 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3315-9.

KOCH, Richard a Leo GOUGH. *Průvodce Financial Times: jak vybírat nejvýkonnější akcie: 10 osvědčených investičních strategií*. Překlad Radek Blaheta. Brno: Computer Press, 2011, 222 s. ISBN 978-80-251-3087-2.

SHILLER, Robert J. *Investiční horečka: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 1. vyd. Překlad Radim Laník. Praha: Grada Publishing, 2010, 293 s. ISBN 978-80-247-2482-9.

SVOBODA, Martin. *Asset guide: [průvodce finančními indexy]*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2006, 372 s. ISBN 80-251-1284-5.

ŠTÝBR, David, Petr KLEPETKO a Pavlína ONDRÁČKOVÁ. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 156 s. Finance pro každého. ISBN 978-80-247-3648-8.

THOMSETT, Michael C. *Kalkulačka akciového investora: praktická příručka se vzorci a výpočty, které potřebuje každý úspěšný investor*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, 177 s. ISBN 978-80-251-1904-4.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

Seznam použitých zahraničních zdrojů

FERNANDEZ, Pablo, AGUIRREAMALLOA, Javier and AVENDAÑO, Luis Corres , *Market Risk Premium Used in 82 Countries in 2012: A Survey with 7,192 Answers* (January 29, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2084213>

FISHER, Kenneth L. *Super stocks*. Reissued ed. New York: McGraw-Hill, 2008, 270 p. ISBN 00-715-9630-5.

LYNCH, Peter a John ROTHCHILD. *Beating the Street*. New York: Simon, 1993, 318 p. ISBN 06-717-5915-9.

Seznam použitých internetových zdrojů

BERÁNEK, Tomáš. Americký břidlicový plyn jako začátek světové energetické revoluce. In: *Investičníweb.cz* [online]. 27.1.2013 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/fx-komodity/komodity/2013/1/27/americky-bridlicovy-plyn-jako-zacatek-svetove-energeticke-revoluce/>

ComScore Reports November 2012 U.S. Mobile Subscriber Market Share. In: *ComScore* [online]. 3.1.2013 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z: http://www.comscore.com/Insights/Press_Releases/2013/1/comScore_Reports_November_2012_U.S._Mobile_Subscriber_Market_Share

DASH, Eric. Mexican Billionaire Invests in Times Company. In: *The New York Times* [online]. 19.1.2009 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z: http://www.nytimes.com/2009/01/20/business/media/20times.html?_r=0

Economy Now Facing the Biggest Bubble Since Housing?. In: *CNBC* [online]. 12.4.2012 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z: http://www.cnbc.com/id/47033343/Economy_Now_Facing_the_Biggest_Bubble_Since_Housing

FinViz [online]. 2013 [cit. 2013-03-03]. Dostupné z: <http://www.finviz.com>

Global Soft Drink and Bottled Water Manufacturing Industry Market Research Report Now Available from IBISWorld. In: *PRWeb* [online]. 27.4.2012 [cit. 2013-03-07]. Dostupné z: <http://www.prweb.com/releases/2012/4/prweb9448890.htm>

IBM Buys PwC Consulting on the cheap. *The Register* [online]. 2002 [cit. 2013-01-20]. Dostupné z: http://Www.theregister.Co.Uk/2002/07/31/Ibm_Buys_Pwc_Consulting/

Interbrand: *Best Global Brands 2012*. [online]. 2012 [cit. 2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.interbrand.com/en/best-global-brands/2012/Coca-Cola>

Is Online Shopping Killing Brick-And-Mortar?. In: *Investopedia* [online]. 28.7.2011 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/financial-edge/0711/is-online-shopping-killing-brick-and-mortar.aspx#axzz2N24R0jYn>

LEWIS, James. Industry Statistics Reveal Increasing Domestic Demand, Production, and Consumption for Aluminum. In: *The Aluminum Association* [online]. [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.aluminum.org/AM/Template.cfm?Section=2012&CONTENTID=33309&TEMPLATE=/CM/ContentDisplay.cfm>

OBAMA, Barack a Joe BIDEN. New Energy for America. *BarackObama.com* [online]. 2009 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: https://my.barackobama.com/page/content/newenergy_more

PIETRAŠ, Petr. Energetická nezávislost USA do roku 2020 změní vztahy ve světě. In: *ČeskáPozice* [online]. 20.1.2013 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: <http://www.ceskapozice.cz/zahranici/geopolitika/energeticka-nezavislost-usa-do-roku-2020-zmeni-vztahy-ve-svete>

Porter's Five Forces Model. In: *NotesDesk.com* [online]. 4.4.2009 [cit. 2013-01-24]. Dostupné z: <http://notesdesk.com/notes/strategy/porters-five-forces-model-porters-model/>

SCHEYDER, Ernest a Julie GORDON. *Alcoa sees brighter 2013, but remains cautious*. REUTERS. [online]. 8.1.2013 [cit.2013-02-05]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/2013/01/08/us-alcoa-results-idUSBRE90710520130108>

TRAXLER, Jan. *Investičníweb.cz: Ropa a plyn v USA a v Evropě: Jak dlouho WTI nedožene Brent a kdy se dočkáme levnějšího plynu?* [online]. 21.2.2013 [cit. 2013-02-26]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/2013/2/21/ropa-plyn-v-usa-v-evrope-jak-dlouho-wti-nedozene-brent-kdy-se-dockame-levnejsiho-plynu/>

Ycharts [online]. 2013 [cit. 2013-03-03]. Dostupné z: <http://www.ycharts.com>

Seznam ostatních zdrojů

BUFFETT, Warren. *2012 Letter to shareholders*. 1.3.2013. Dostupné z: <http://berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>

Public Law 111-148 - Patient Protection and Affordable Care Act. In: *U.S. Government Printing Office*. 2010. Dostupné z: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ148/content-detail.html>

Public Law 111-203 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In: *U.S. Government Printing Office*. 21.7.2010. Dostupné z: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

SEZNAM OBRÁZKŮ, GRAFŮ A TABULEK

Seznam obrázků

Obrázek 1: Hodnotovorůstový model.....	13
Obrázek 2: Porterův model pěti konkurenčních sil.....	25

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj indexu DJIA 1990-2012.....	44
Graf 2: Pětiletý vývoj ceny hliníku.....	46
Graf 3: Pětiletý vývoj ceny ropy WTI.....	50

Seznam tabulek

Tabulka 1: Rizikové prémie trhů v r.2012.....	18
Tabulka 2: Prvotní konstituenti indexu DJIA (1896)	40
Tabulka 3: Současní konstituenti indexu DJIA (2013).....	42
Tabulka 4: Valuace Alcoa Inc. v porovnání s konkurenty	47
Tabulka 5: Valuace Coca-Cola Co. v porovnání s konkurenty	49
Tabulka 6: Valuace ExxonMobil v porovnání s konkurenty	51
Tabulka 7: Valuace IBM Corp. v porovnání s konkurenty.....	53
Tabulka 8: Valuace JPMorgan Chase v porovnání s konkurenty	54
Tabulka 9: Valuace McDonald's Corp. v porovnání s konkurenty	56
Tabulka 10: Valuace Pfizer Inc. v porovnání s konkurenty.....	57
Tabulka 11: Valuace Verizon Communications v porovnání s konkurenty	58
Tabulka 12: Valuace Wal-Mart Stores v porovnání s konkurenty	60
Tabulka 13: Valuace Walt Disney Co. v porovnání s konkurenty	61
Tabulka 14: Srovnání valuačních ukazatelů vybraných společností z DJIA	73
Tabulka 15: Výpočet vnitřní hodnoty a bezpečnostního polštáře	74

BIBLIOGRAFICKÉ ÚDAJE

Jméno autora: Filip Dvořák

Obor: Evropská hospodářskosprávní studia

Forma studia: prezenční

Název práce: Analýza akcí zahrnutých v indexu Dow Jones Industrial Average

Rok: 2013

Počet stran textu bez příloh: 77

Celkový počet stran příloh:0

Počet titulů českých použitých zdrojů: 10

Počet titulů zahraničních použitých zdrojů: 3

Počet internetových zdrojů: 16

Počet ostatních zdrojů: 3

Vedoucí práce: Ing. Michal Vacenovský, LL.M.