



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

TVORBA INVESTIČNÍHO PORTFOLIA NA ZÁKLADĚ VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ EMITENTŮ

CREATION OF AN INVESTMENT PORTFOLIO BASED ON THE ECONOMIC RESULTS OF
THE ISSUERS

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Daniel Kotas

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Roman Ptáček, Ph.D.

BRNO 2020

Pod'akovanie

Týmto by som sa veľmi rád poďakoval svojmu školiteľovi, pánovi doktorovi Ing. Romanovi Ptáčkovi, Ph.D. za jeho vedenie pri písaní tejto práce. Za týmto trocha generickým a zdanlivo neosobným poďakovaním sa však skrýva úprimná a hlboká vďaka za veľmi otvorený a liberálny prístup od výberu témy až po samotnú kompletizáciu práce, kolegiálny prístup a v neposlednom rade usmernenie a vedenie pri formulovaní a písaní akademických náležitostí bakalárskej práce.

Daniel Kotas

Abstrakt

Hlavným cieľom tejto bakalárskej práce je posúdenie managementu z pohľadu narábania s prebytočnou hotovosťou v akciových spoločnostiach ako potenciálnych hodnotových investícií, spolu s posúdením riadenia, ekonomiky podniku a budovania dominantnej konkurenčnej pozície a tvorby nadštandardného výsledku hospodárenia, spolu s vyhodnotením kvantitatívnej stránky za použitia vybraných metód finančnej analýzy a podnikových financií na posúdenie finančnej stability, efektivity a rentability týchto spoločností a odhad ich vnútornej hodnoty v porovnaní s tržnou cenou na posúdenie, či sa jedná o hodnotovú investíciu a či bude možné danú spoločnosť zaradiť do portfólia. Práca je ďalej rozdelená na dve časti-teoretické východiská práce a praktickú časť, pričom teoretické východiská sa zaoberajú skúmaním praktických postupov ako aj teoretických znalostí v oblasti hodnotového investovania a finančných trhov za cieľom vytvoriť jednotný rámec pre praktické uplatnenie týchto princípov. V praktickej časti sú uplatňované predtým naformulované princípy hodnotového investovania. V praktickej časti teda metódami hodnotového investovania skúmame tri vybrané spoločnosti-Apple, Inc. NIKE, Inc. a The Estee Lauder Companies, Inc. za cieľom určiť ich hodnotu a rozhodnúť o spôsobilosti na zariadenie do hodnotového investičného portfólia.

Kľúčové slová: hodnotové investovanie, ekonomika podniku, financie podniku, kvalitatívna analýza, kvantitatívna analýza, finančná analýza, odhad hodnoty

Abstract

The main goal of this thesis is an evaluation of executive management in public companies in regards to their ability to allocate excess cash as well as their ability to manage said companies in order to build and maintain competitive advantages as means of establishing dominant market position and generating above-average profit, together with quantitative evaluation using methods of financial analysis and corporate finance in order to evaluate financial stability, effectivity and rentability of these companies as well as estimating the value of these companies in comparison to the market price of their shares in order to determine, whether a company can be considered a value investment and whether it will be eligible for incorporating the shares into a value portfolio. This thesis is then divided into two parts-theoretical basis of the thesis and practical part, whereas the theoretical basis revolves around researching practical procedures as well as theoretical knowledge in the field of value investing and financial markets in order to establish unified framework for applying mentioned principles. Beforehand defined value investing principles are used in the practical part of the thesis. Therefore, in the practical part, we evaluate three public companies- Apple, Inc. NIKE, Inc. a The Estee Lauder Companies, Inc. pursuing a goal of estimating their fair value and determine, whether they are eligible for being incorporated into a value portfolio.

Key words: value investing, business economics, corporate finance, qualitative analysis, quantitative analysis, financial analysis, estimate of fair value

1	Úvod	1
2	Vymedzenie problému a ciele práce	1
2.1	Návrh postupu riešenia.....	2
3	Metodika práce.....	3
4	Investovanie a jeho význam.....	4
4.1	Typy investovania.....	4
4.1.1	Pasívne	6
4.1.2	Aktívne.....	7
5	Hodnotové investovanie	10
5.1	Empirické dôkazy efektívnosti hodnotového investovania.....	10
5.2	Metódy a postupy hodnotového investovania	11
6	Vyberanie a filtrácia emitentov pre potenciálnu investíciu	11
6.1	Kruh kompetencií.....	12
6.2	Odvetvie	12
6.3	Krajina.....	13
6.4	Kvantitatívne filtre.....	14
6.5	Filtrovacie nástroje.....	14
6.6	Iné zdroje.....	15
6.6.1	Newslette a stock-research webstránky	15
6.6.2	Fóra a sledovanie iných investorov	15
6.6.3	Investícia do firmy “od vedľa”	16
7	Kvalitatívna analýza	16
7.1	Externé	17
7.2	Interné	18
7.2.1	Management	18
7.2.2	Konkurenčné výhody: “Moats”	24
7.2.3	Produkty firmy.....	25
8	Kvantitatívna analýza	26
8.1	Analýza finančného zdravia podniku.....	26
8.1.1	Zadlženosť	26
8.1.2	Celková zadlženosť.....	27
8.1.3	Úrokové krytie.....	27
8.2	Analýza likvidity.....	27
8.2.1	okamžitá likvidita	28
8.2.2	pohotovostná likvidita.....	28
8.2.3	bežná likvidita	28
8.3	Analýza aktivity podniku	28
8.4	Analýza rentability.....	29
8.4.1	ROE.....	29

8.4.2	ROA	29
8.4.3	ROS.....	30
8.4.4	ROIC [15, s. 839].....	30
8.5	Iné ukazovatele	31
8.5.1	rast tržieb “top-line growth”.....	31
8.5.2	rast čistého zisku “bottom-line growth”.....	31
8.5.3	FCF/Sales	32
8.5.4	RAST FCF/SHARE.....	32
8.6	Odhad vnútornej hodnoty podniku [11, s. 86].....	32
8.6.1	DCF Model.....	33
8.6.2	odhad voľného cash-flow a perpetuity.....	33
8.6.3	MARGIN OF SAFETY	40
9	Filtrácia.....	41
9.1	Sumárna analýza externých faktorov spoločností Apple, NIKE a The Estee Lauder Companies	42
10	Apple	43
10.1	ANALÝZA ODVETVIA	43
10.2	INTERNÉ	44
10.2.1	MANAGEMENT	44
10.2.2	KONKURENČNÉ VÝHODY “MOATS”.....	44
10.2.3	PRODUKTY	45
10.3	KVANTITATÍVNA ANALÝZA	46
10.3.1	ANALÝZA ZADLŽENOSTI	46
10.3.2	ANALÝZA LIKVIDITY	47
10.3.3	ANALÝZA AKTIVITY	47
10.3.4	ANALÝZA RENTABILITY	48
10.3.5	INÉ UKAZOVATELE	49
10.3.6	ODHAD HODNOTY	50
11	NIKE, Inc.....	51
11.1	ANALÝZA ODVETVIA	51
11.2	INTERNÉ	51
11.2.1	MANAGEMENT	51
11.2.2	KONKURENČNÉ VÝHODY “MOATS”.....	52
11.2.3	PRODUKTY	53
11.3	KVANTITATÍVNA ANALÝZA	53
11.3.1	ANALÝZA ZADLŽENOSTI	53
11.3.2	ANALÝZA LIKVIDITY	54
11.3.3	ANALÝZA AKTIVITY	54
11.3.4	ANALÝZA RENTABILITY	55

11.3.5	INÉ UKAZOVATELE	56
11.3.6	ODHAD HODNOTY	57
12	Estee Lauder.....	57
12.1	ANALÝZA ODVETVIA	58
12.2	INTERNÉ	58
12.2.1	MANAGEMENT	58
12.2.2	KONKURENČNÉ VÝHODY „MOATS“.....	59
12.2.3	PRODUKTY FIRMY	60
12.3	KVANTITATÍVNA ANALÝZA	60
12.3.1	ANALÝZA LIKVIDITY	61
12.3.2	ANALÝZA AKTIVITY	61
12.3.3	ANALÝZA RENTABILITY	62
12.3.4	INÉ UKAZOVATELE	63
12.3.5	ODHAD HODNOTY	63
13	ROZHODNUTIE A VÝBER	64
14	Záver.....	65
	Použitá literatúra.....	67
	Internetové zdroje	68

Obrázok 1: Denné transakčné objemy vybraných ETF [20].....	7
Obrázok 2: Cena akcií spoločnosti Apple, Inc. [23].....	9
Obrázok 3: Výsledok filtrovacieho procesu Zdroj: www.finviz.com/screener	42
Rovnica 1: Zadlženosť [11, s. 42].....	26
Rovnica 2: Celková zadlženosť [14, s. 64].....	27
Rovnica 3: Úrokové krytie [14, s. 65].....	27
Rovnica 4: Okamžitá likvidita [14, s. 55]	28
Rovnica 5: Pohotovostná likvidita [14, s. 55]	28
Rovnica 6: Bežná likvidita [14, s. 55].....	28
Rovnica 7: Doba obratu položky [11, s. 198].....	28
Rovnica 8: Návratnosť vlastného kapitálu [14, s. 60].....	29
Rovnica 9 Návratnosť aktív [14, s. 59]	29
Rovnica 10 Návratnosť tržieb [14]	30
Rovnica 11: Návratnosť investovaného kapitálu [15, s. 839]	30
Rovnica 12: Vážený priemer nákladu kapitálu [14, s. 50].....	30
Rovnica 13: Priemerný rast tržieb	31
Rovnica 14: Pomer voľného cash-flow k tržbám [11, s. 227].....	32
Rovnica 15: Priemerný rast voľného cash-flow na akciu	32
Rovnica 16: Výpočet súčasnej hodnoty [11, s. 82].....	33
Rovnica 17: Odhad cash-flow v roku "n"	33
Rovnica 18: Výpočet diskontného faktoru.....	34
Rovnica 19: Odhad cash-flow v perpetuite [11, s. 87].....	34
Tabuľka 1: Výnosy a aktívne roky vybraných investorov [1, s. 120].....	11
Tabuľka 2 : Ilustračný príklad spätného odkupu akcií.....	21
Tabuľka 3: Odhad cash-flows v rokoch 0-n.....	34
Tabuľka 4: Suma diskontovaných cash-flows.....	34
Tabuľka 5: Hodnota diskontovaného cash-flow v perpetuite	35
Tabuľka 6: Odhad súčasnej hodnoty.....	35
Tabuľka 7: Odhad súčasnej hodnoty pri rôznych rastových mierach.....	37
Tabuľka 8: Odhad súčasnej hodnoty s rôznymi diskontnými mierami	38
Tabuľka 9: Analýza zadlženosti Apple, Inc.	46
Tabuľka 10: Analýza likvidity Apple, Inc.	47
Tabuľka 11: Analýza aktivity Apple, Inc.....	48
Tabuľka 12: Analýza rentability Apple, Inc.....	48
Tabuľka 13: Analýza tvorby hodnoty Apple, Inc.....	49
Tabuľka 14. Analýza rastu tržieb a zisku Apple, Inc.....	49
Tabuľka 15: Vybrané ukazovatele FCF Apple, Inc.	49
Tabuľka 16: Odhad súčasnej hodnoty a margin of safety Apple, Inc.....	50
Tabuľka 17: Analýza zadlženosti NIKE, Inc.	54
Tabuľka 18: Analýza aktivity NIKE, Inc.	54
Tabuľka 19: Analýza aktivity NIKE, Inc.	55
Tabuľka 20: Analýza rentability NIKE, Inc.	55
Tabuľka 21: Analýza tvorby hodnoty NIKE, Inc.	56
Tabuľka 22: Vybrané ukazovatele FCF NIKE, Inc.	56
Tabuľka 23: Medziročný rast tržieb a zisku NIKE, Inc.	56
Tabuľka 24: Odhad hodnoty NIKE, Inc.....	57

Tabuľka 25: Analýza zadlženosti Estee Lauder	60
Tabuľka 26: Analýza likvidity Estee Lauder.....	61
Tabuľka 27: Analýza aktivity Estee Lauder.....	61
Tabuľka 28: Analýza rentability Estee Lauder.....	62
Tabuľka 29: Analýza tvorby hodnoty Estee Lauder	62
Tabuľka 30: Vybrané ukazovatele FCF Estee Lauder	63
Tabuľka 31: Medziročný rast tržieb a zisku Estee Lauder.....	63
Tabuľka 32: Odhad hodnoty Estee Lauder	64

Zoznam skratiek

BYCF- „base year cash-flow“, cash-flow v roku nula

CK- cudzí kapitál

D/E- „debt to equity“, pomer dlhodobé dlhu k vlastnému kapitálu

FCF- „free cash-flow“, voľné cash-flow

GAAP- „generally accepted accounting principles“, účtovné predpisy v USA

IFRS- „international financial reporting standards“, Medzinárodné štandardy finančného výkazníctva

K- celkový kapitál

NOPAT- „net operating profit after tax“, čistý prevádzkový zisk po zdanení

OA- obežné aktíva

P/E- „price to earnings“, pomer tržnej ceny akcií k zisku na akciu

P/B- „price to book“, pomer tržnej ceny akcií k účtovnej hodnote na akciu

ROA- „return on assets“, návratnosť aktív

ROE- „return on equity“, návratnosť vlastného kapitálu

ROIC- „return on invested capital“, návratnosť investovaného kapitálu

ROS- „return on sales“, návratnosť tržieb

R&D- „research and development“, výskum a vývoj

VK- vlastný kapitál

WACC- „weighted average cost of capital“, vážený priemer nákladu kapitálu

1 Úvod

Investovanie vo svojom najširšom význame predstavuje odkladanie súčasnej spotreby za účelom dosiahnutia vyššej spotreby v budúcnosti. Podľa tejto definície je investovanie ďaleko staršie ako finančné trhy alebo peniaze, s ktorými sa nám investovanie najčastejšie spája. Už naši dávni predkovia sa zaoberali otázkami investovania, keď sa rozhodovali, či napríklad úrodu skonzumovať hneď, alebo radšej časť odložiť a zrná zasadiť do nepoužívaných polí a zvýšiť tak budúcu úrodu a s ňou budúcu spotrebu. Už vtedy sa museli pýtať otázky o správnosti takéhoto rozhodnutia. Museli uvažovať a zvážiť, či je nová pôda kvalitná, či sa im vlastne oplatí spotrebu odkladať a museli taktiež zvážiť riziká ako záplavy alebo nákazy, ktoré by zničilo ich investíciu.

V modernej dobe finančných trhov a akciových spoločností sa už síce nezaobráame odkladaním úrody, no pýtame sa rovnaké otázky: ako kvalitný je podnik, do ktorého hodláme vložiť finančné prostriedky, aká bude výnosnosť z takejto investície a aké riziká nám hrozia, napríklad ekonomická recesia alebo rozrušenie podnikania vybraného podniku konkurenciou. Vidíme tak teda, že investičné rozhodovanie je nie len veľmi starý proces, ktorý neodmysliteľne patrí k riadeniu určitých zdrojov, ale jeho pochopenie a uplatnenie je kľúčové k efektívnemu využitiu voľných zdrojov.

V práci sme sa rozhodli, veľmi zoširoka povedané, venovať téme hodnotového investovania z viacerých dôvodov. Prvý vychádza z ekonomickej teórie, ktorá hovorí, že investori sa snažia dosiahnuť čo najvyšší možný výnos pri podstupovaní čo najnižšieho rizika. Myslíme si, že práve hodnotový investičný prístup poskytuje veľmi atraktívne výnosy kapitálu pri podstupovaní relatívne nízkeho rizika pri porovnaní s inými investičnými stratégiami. Druhým dôvodom je, že z nášho pohľadu spomedzi iných investičných prístupov do akcií dáva ďaleko najväčší zmysel. Sám najznámejší a najúspešnejší predstaviteľ hodnotového investovania Warren Buffet hovorí, že slovo „*hodnotové*“ v spojení hodnotové investovanie je nadbytočné, pretože investovanie samo o sebe predstavuje, alebo aspoň by malo predstavovať, hľadanie vysokej hodnoty aktív za cenu nižšiu ako táto hodnota.

Warren Buffet taktiež hovorí, že hodnota je to, čo dostávame a cena je to, čo platíme. História je plná príkladov, kedy rozdiel medzi týmito dvomi veličinami bola priepastná-extrémne príklady, kedy cena ďaleko prevyšovala hodnotu bola napríklad dot.com kríza alebo Tulipánový mánia v Holandsku. My sme budeme snažiť nachádzať aktíve, konkrétne akcie spoločností, pri ktorých nastáva opačný prípad-cena je pod hodnotou spoločnosti. Arbitrážou medzi cenou a hodnotou tak môžeme realizovať výnos. Stanovenie hodnoty je však pomerne komplikovaný proces a musí zohľadňovať mnoho faktorov, ako kvalitatívnych, tak kvantitatívnych. V ďalších kapitolách pojednáme o konkrétnych cieľoch tejto práce, metodike a teda aj spôsobe, ako určiť túto hodnotu.

2 Vymedzenie problému a ciele práce

Hlavným cieľom tejto bakalárskej práce je posúdenie managementu z pohľadu narábania s prebytočnou hotovosťou v akciových spoločnostiach ako potenciálnych hodnotových investícií, spolu s posúdením riadenia a ekonomiky podniku týchto akciových spoločností a budovania dominantnej konkurenčnej pozície a tvorby nadštandardného výsledku hospodárenia. Popritom

budeme tieto akciové spoločnosti ako potenciálne hodnotového investície skúmať z kvantitatívnej stránky za použitia vybraných metód finančnej analýzy a podnikových financií na posúdenie finančnej stability, efektivity a rentability týchto spoločností a budeme tak aj odhadovať ich vnútornú hodnotu v porovnaní s tržnou cenou na posúdenie, či sa jedná o hodnotovú investíciu a či bude možné danú spoločnosť zaradiť do portfólia.

Okrem tohto hlavného cieľa budeme sledovať štyri parciálne ciele, ktoré dopĺňajú hlavný cieľ a dávajú tak rámec celej myšlienke tejto práce. Sú to tieto štyri ciele:

1. Stanovenie teoretické rámca a posúdenie možností využitia prebytočnej hotovosti managementom akciových spoločností s cieľom prinášať akcionárom ako vlastníkom kapitálu hodnotu. Tento faktor vnímame z pohľadu efektívneho hospodárenia ako kľúčový a preto v práci budeme rozoberať možnosti narábania s touto hotovosťou
2. Analýza a popísanie faktorov vedúcich k budovania podniku s konkurenčnou výhodou s cieľom rozpoznanie a popísanie týchto faktorov. Taktiež veľmi dôležitá časť nášho skúmania, nakoľko výrazná konkurenčná výhoda spoločnosti by sa mala premietnuť aj na ziskoch spoločnosti, čo pre akcionárov žiadaný stav.
3. Komplexná interpretácia finančnej situácie podniku nástrojmi finančnej analýzy z pohľadu stability, efektivity a rentability podniku
4. Odhad súčasnej hodnoty podniku na základe peňažných tokov v akciovej spoločnosti ako východisko pre rozhodnutie o zaradení alebo nezaradení akciového titulu do portfólia

2.1 Návrh postupu riešenia

V prvom rade pri riešení problematiky budeme stanovovať teoretické východisko pre praktické analýzy akciových spoločností. V teoretickom východisku najprv popíšeme, prečo vlastne investujeme, aké poznáme typy investícií a zameriame sa na investície do akciových titulov, resp. spoločností, ktoré tieto tituly predstavujú. Stručne popíšeme základné investičné stratégie a pokúsime sa vyvrátiť odvekú myšlienku o protichodnosti rastového a hodnotového investovania. Budeme sa pri tom opierať najmä o myšlienky a najmä praktické postupy jedného z najúspešnejších investorov všetkých čias Warren Buffeta. Okrem toho budem využívať literatúru, ktorá skúma a popisuje jeho postupy a princípy. Samozrejme sa neobmedzíme iba na jeho investičný prístup, ale náš prístup obohatíme o prístupy a postupy iných investorov z domova alebo zo zahraničia ako napríklad Daniel Gladiš, Peter Lynch, Philip Fisher a podobne.

Po ustanovení definície a nášho chápania hodnotového investovania popíšeme postupy tejto investičnej stratégie ako východisko pre praktické skúmanie. Tu budeme vychádzať ako z hlavného cieľa tak aj z parciálnych cieľov, ktoré sme popísali vyššie. Budeme teda skúmať, ako môže vedenie podniku narábať s prebytočnou hotovosťou z výsledkov hospodárení minulých období, aby maximalizoval prínos hodnoty akcionárom, aký management v podniku je žiadaný, potenciálne problémy s managementom podniku, ekonomikou podniku a podobne. Ďalej budeme skúmať iné interné faktory ako konkurenčné výhody skúmanej spoločnosti, jej produkty a tak ďalej. Taktiež budeme skúmať externé faktory, ktoré nutne vplyvávajú na pôsobenie a podnikanie podniku v okolitom prostredí a ako tieto externé faktory môžu pozitívne alebo negatívne ovplyvniť hospodárenie spoločnosti alebo vhodnosť zaradenia akciového titulu do hodnotového portfólia.

V kvantitatívnej časti budeme skúmať ako prvú finančnú stabilitu, teda zadlženosť a likviditu podniku za cieľom minimalizácie rizika trvalej straty kapitálu. Ďalej budeme analyzovať aktivitu

a tým pádom aj efektívnosť podniku spolu s rentabilitou podniku, ktorá je dôležitá pre akcionárov ako vlastníkov kapitálu a budeme tým teda sledovať, či sa akcionárom prináša hodnota. Taktiež budeme kvantitatívne skúmať, či management podniku alokáciou kapitálu hodnotu vytvára, čo je pre úplné posúdenie potenciálnej hodnotovej investície kľúčové. Na základe týchto analýz vypracujeme odhad súčasnej hodnoty, ktorý budeme porovnávať s tržnou cenou akciového titulu a posúdime tak, či budeme môcť akciový titul zaradiť do portfólia.

3 Metodika práce

V predošlej kapitole sme zadefinovali hlavný cieľ, parciálne ciele ako aj návrh postupu riešenia. Na dosiahnutie týchto cieľov a uplatnenie navrhovaného postupu budeme využívať viaceré metódy skúmania. Konkrétne pôjde o analýzu, analógiu, syntézu, komparáciu a využitie literárnych rešeršov. Tieto metodické postupy nám spoločne umožnia stanoviť jednotnú metodiku práce. Jednotlivé metodické postupy budeme využívať nasledovne:

- Literárne rešerše- literárne rešerše budú pre nás kľúčové na správnu interpretáciu investičných, analytických postupov. Z literárnych rešeršov budeme schopní prevziať teoretické znalosti ako aj praktické skúsenosti autorov zaoberajúcich sa pre nás kľúčovými disciplínami, ktoré sú relevantné na zostavenie teoretického východiska práce
- Analýza-metódu analýzy budeme využívať pri rozdeľovaní myšlienkových tém na čiastkové bloky. Takto budeme schopní rozobrať myšlienky a postupy v prácach vybraných autorov na čiastkové diely a budeme ďalej skúmať relevantnosť týchto faktorov pre stanovenie riešenia zadanej problematiky. Analýzou budeme napríklad skúmať, aké čiastkové diely tvoria filozofiu hodnotového investovania a tieto jednotlivé diely budeme ďalej rozobrať z pohľadu ich dôležitosti ako aj relevantnosti pre ďalší postup
- Analógia-metódu analógiu budeme využívať pri stanovení predpokladu efektívnosti a správnosti voľby hodnotového investovania ako vhodnej investičnej stratégie. Budeme teda skúmať, aké postupy a prístupy zvolili úspešní hodnotoví investori a ktoré faktory sú pre ich stratégiu dôležité a analogicky teda ustanovíme, že pri použití rovnakých postupov dosiahneme úspešné hodnotové investície. Tým, že využijeme metódu analógie odľahčíme prácu o testovanie nami navrhovaného procesu výberu a hodnotenia akciových titulov a budeme tak predpokladať, že pri uplatnení analogických postupov úspešných investorov dosiahneme analogického úspechu.
- Komparácia-komparáciu budeme využívať dvojako-v prvom rade ju použijeme pri stanovovaní teoretického rámca práce, kde budeme skúmať viac alebo menej odlišné názory a postupy autorov za cieľom porovnať efektívnosť a odlišnosť daných postupov. Na základe tejto metódy sa budeme snažiť vybrať tú alternatívu, ktorá bude najviac prínosná pre náš postup. V druhom rade budeme komparáciu využívať pri porovnávaní troch potenciálnych hodnotových investícií, resp. troch akciových spoločností, ktoré sme vybrali na základe rovnakých kritérií no dosiahli rozdielnych výsledkov aj odhadov hodnôt.
- Dedukcia-dedukciu využijeme pri samotnom odhade hodnoty vybraných akciových spoločností na základe historických výsledkov hospodárenia a peňažných tokov. Z týchto historických, číselných údajov ako aj z kvalitatívneho posúdenia situácie podniku budeme vyvodzovať odhad súčasnej hodnoty podniku, čo je kľúčová časť investičného procesu.

4 Investovanie a jeho význam

Investovanie v teórii chápeme vo všeobecnosti ako *“odloženie súčasnej spotreby za cieľom dosiahnutia vyššej spotreby v budúcnosti”* [1, s. 110] Ak túto definíciu aplikujeme na investovanie do podnikov, cenných papierov alebo iných aktív, odkladáme spotrebu, napríklad vyplatenie nerozdeleného zisku vo forme dividend, voľné peňažné prostriedky investujeme do vybraného aktíva a očakávame vyššiu spotrebu v budúcnosti, to znamená vrátenie celej istiny a výnosu ako formu odmeny za čakanie.

Investovanie v akejkolvek forme má teda viacero významov. Prvým, okamžite zjavným, je číro egoistická túžba ľudí po hromadení a množení bohatstva za účelom vyššieho finančného bezpečia, pôžitku z väčšej spotreby alebo postavenia a moci. Pre podniky je to takisto snaha o zväčšenie sumy aktív, využitie nevyužitých zdrojov za cieľom rastu a expanzie.

Druhým význam, ktorý z podstaty investovania vyplýva, je podnecovanie a poháňanie ekonomickej aktivity a teda rast ekonomiky ako celku. Vďaka ochote a schopnosti ľudí investovať nevyužitú zdroje sa môžu uskutočniť technologické nápady ľudí alebo firiem, ktorým chýba kapitál na realizáciu ich projektu-v histórii to mohli byť napríklad spôsoby a technológie, ako ťažiť kameň rýchlejšie alebo rýchlejšie orať úrodu, dnes napríklad software, ktorý nám umožňuje poslať správy za pár sekúnd a riadiť tak podnik tisíce kilometrov ďaleko. Vďaka týmto inováciám a objavom máme k dispozícii metódy ako využívať obmedzené zdroje efektívnejšie a teda šetriť a znížiť náklady, vytvárať celé nové odvetvia, predlžovať život a zdravie spoločnosti a podobne.

Na uvedenie príkladov z histórie, kedy investície posunuli spoločnosť technologicky aj ekonomicky môžeme použiť moderné spoločnosti, ako napríklad Bayer alebo Monsanto, ktoré vďaka prostriedkom od investorov financujú výskum a vyvíjajú dostupnejšie lieky pre ľudskú populáciu, spoločnosť Ford, ktorá podobne vytvorila celé nové odvetvie a zmenila, urýchlila a prepojila modelom-T svet, alebo Britské a Holandské akciové spoločnosti z 16. a 17. storočia peniazmi od investorov financovali výpravy, počas ktorých objavili bohatstvo vo forme pôdy, zlata alebo iných surovín na novo objavených územiach, ktoré viedli k ďalšiemu ekonomickému rastu. [2]

Oba významy sú prepojené, keďže tento rast a efektivita je možná práve vďaka sebeckému záujmu investorov zvýšiť svoju spotrebu. Slovanmi klasického ekonóma Adama Smitha: *“Našu večeru nečakáme od dobročinnosti mäsiara, sládky alebo pekára, ale od ich hľadania si ich vlastného záujmu.”* [3, s. 13] [4, s. 43]

4.1 Typy investovania

Ako sme videli na začiatku tejto kapitoly historických príkladoch alebo z teoretickej definície, typov investícií a aktív, do ktorých môžeme investovať je skutočne mnoho. Najbežnejšie formy sú napríklad podniky, ktoré investujú napríklad do výrobných strojov, software alebo kvalitných zamestnancov. Vo všeobecnosti investujú do projektov a podobne ako pri iných typoch investícií, pracujú s nákladmi na investíciu, cash-flow, diskontnou mierou a teda aj návratnosťou.

Ďalšie typy investícií sú do podnikov ako celkov, ktoré prevádzkujú podnikateľskú činnosť a snažia sa o dosiahnutie čo-možno najvyššieho zisku. Tieto investície by sme mohli vo všeobecnosti rozdeliť na dve veľké skupiny, a sice private-equity, teda súkromne vlastnené podniky a public-market equity, teda akciové spoločnosti kótované na burze cenných papierov a verejne obchodovateľné. Rozdiel v prístupe k obom typom tu nehľadáme- opäť skúmame, koľko nákup takejto investície stojí, akých

cash-flow, ziskov a návratnosti dosahuje a ako sa táto návratnosť diskontuje v čase. Rozdiel je však v iných faktoroch, ktoré sú pre nás ako investorov rovnako podstatné. Sú to hlavne:

- likvidita: keďže spoločnosti obchodovateľné na burze majú milióny až miliardy vydaných akcií, ktoré sú na trhu okamžite obchodovateľné, dokážeme kúpiť aj jediná akciu, a tieto spoločnosti, resp. ich podiely sú neporovnateľne likvidnejšie. Je tomu tak preto, pretože burzové obchody sú štandardizované, prevádzkuje ich za týchto štandardných podmienok sprostredkovateľ, cena je známa vopred a je neustále aktualizovaná a ponuku tvorí často obrovské množstvo vlastníkov s menšími či väčšími podielmi, je teda väčšia šanca, že nájdeme predajnú stranu. Ak to porovnáваме so súkromne vlastnenými firmami, teda private-equity, čo predstavujú právne formy ako napríklad spoločnosť s ručením obmedzeným, kde je počet vlastníkov zákonom obmedzený a v praxi ich je väčšinou do päť, likvidita je blízka nule, nakoľko vlastníci majú záujem predat' iba za výraznú prémii a cena podielu nie je známa a celý proces je tak podstatne zdĺhavejší.
- rozptýlené vlastníctvo: rozptýlené vlastníctvo úzko súvisí s likviditou, o ktorej pojednávame vyššie. Znamená to, že akcie sú vlastnené obrovským množstvom menších vlastníkov na rozdiel od private-equity, kde spoločnosť vlastní pár väčších vlastníkov. Toto je jedna z najväčších výhod spoločností na burze, pretože aj s veľmi obmedzeným kapitálom sa vieme podieľať na podnikaní a teda aj na zisku prestížnych a dobre ustálených spoločností. Ak by sme sa napríklad rozhodli pre kúpu spoločnosti The Coca-Cola Company, Inc., jednu akciu vieme nakúpiť za približne 50 USD a máme pomerne právo na vyplácanú dividendu. Ak by však bola The Coca-Cola Company, Inc. súkromne vlastnená s aktuálnou tržnou hodnotou okolo 218 mld. USD, je nemožné, aby nám jeden z akcionárov predal podiel v hodnote 50 USD, teda približne 0.0000000023%. Museli by sme nakúpiť podiel v hodnote povedzme aspoň 10%, aby malo cenu zložitý proces prevodu vlastníctva začínať. 10% sa rovná približne 22 mld. USD a málokto jedinec alebo inštitúcia disponuje takým množstvom voľných finančných prostriedkov. Rozptýlené vlastníctvo nám teda umožňuje alokovať aj menšie množstvo kapitálu do viacerých kvalitných spoločností a vhodne diverzifikovať.
- dostupnosť informácií: v rámci finančných trhov sú trhy s akciami jedny z najviac regulovaných či už v USA, Európe alebo inde vo svete. Všade v západnom svete majú teda akciové spoločnosti obchodovateľné na burze zákonnú povinnosť zverejňovať informácie o svojom fungovaní a informovať tak svojich početných akcionárov. V dobe internetu sa teda za pár minút vieme dostať k finančným výkazom spoločnosti, tlačovým správam a iným informáciám podstatných k správny rozhodnutiam. Ďalšou informáciou, ktorá je pre nás dôležitá, je cena, ktorá je trhom stanovená a okamžite realizovateľná. Našu hodnotu vieme s cenou okamžite porovnať, na rozdiel od private-equity, kde je cena resp. cenová ponuka často predmetom dlhých jednaní.

Ďalší typ investícií, o ktorom v krátkosti pojednáme, sú investície do nehnuteľností. Tieto investície sú veľmi podobné investíciám do súkromných spoločností, teda sú pomerne nelikvidne a navyše často kupujeme 100% nehnuteľnosti. Návratnosť závisí od kapitálového zhodnotenia v čase a hlavne od pravidelných platieb z prenájmu nehnuteľnosti, či už sa jedná o pozemok, obytný alebo neobytný priestor.

Posledný typ investícií, ktoré sú populárne najmä v poslednej dobe, sú tzv. exotické investície pre vybranú skupinu odborníkov. Sú to investície do predmetov ako víno, umenie, luxusné hodinky, starožitnosti a podobne. Nakoľko tieto typy aktív nemajú žiaden cash-flow a dividendy, ich návratnosť závisí výhradne na kapitálovom zhodnotení v čase. Posúdiť kvalitu a hlavne budúcu cenu umenia alebo luxusných hodínok si však vyžaduje hlbokú znalosť v danom odvetví a pre účely tejto práce sú teda celkom irelevantné.

Každý typ investície má svoje špecifiká, avšak princíp je veľmi často podobný až identický. My sa však pre účely tejto práce budeme venovať výhradne akciovým spoločnostiam obchodovateľným na burze kvôli ich značným a pre nás z informačného hľadiska podstatným výhodám. Prístup investovania do týchto spoločností vieme taktiež rozdeliť do niekoľkých základných kategórií, ktoré v nasledujúcich častiach v stručnosti opíšeme. [5, s. 15]

4.1.1 Pasívne

Pasívne investovanie, ktoré naberá na popularite najmä v posledných rokoch vďaka svojej nízkej nákladovosti a pomerne vysokej úspešnosti, značí, že do investičného procesu sa sami nezapájame, naopak ako investori poskytujeme iba kapitál správcovi majetku, ktorí tento kapitál ďalej investujú za nás. Za túto správu si účtujú správcovský poplatok, buď v nominálnej výške ale väčšinou formou percentuálnej časti z vlozenej istiny, alebo výkonnostnú províziu, teda ponechajú si určitú časť z percentuálneho výnosu z vloženého kapitálu, alebo kombináciu týchto dvoch.

Entity, do ktorých môžeme prostriedky pri pasívnom investovaní vložiť, majú viacero foriem, najbežnejšou je však tzv. ETF, teda exchange-traded fund, v preklade podielový fond obchodovateľný na burze. O rastúcej popularite svedčí množstvo peňazí vložených do podielových fondov, ktoré v spojených štátoch vzrástlo od roku 2002 z hodnoty 102 miliárd dolárov do roku 2018 na 3371 miliárd dolárov. [16] Taktiež ich množstvo v podobnom období vzrástlo zo 123 ETF fondov na 1988 fondov.[17] [6, s. 607]

Obrovskou výhodou týchto fondov je už vyššie spomenutá nízka nákladovosť. Poplatky v najväčších z týchto fondov sú extrémne nízke, v roku 2016 to bolo priemerne 0.26% [18]. Tieto fondy fungujú ako určitý "košík" s akciami daného sektoru, odvetvia alebo celej krajiny. Výkonnosť fondov potom vlastne kopíruje výkonnosť vybraného koša. Taktiež v týchto fondoch prakticky neexistujú transakčné náklady, pretože zloženie týchto košov je veľmi stabilné a mení sa zriedka. Naproti tomu si aktívne fondy účtujú rôzne vysoké poplatky, niekedy aj okolo 2% a majú omnoho vyššie transakčné náklady, keďže počas roka oveľa častejšie nakupujú a predávajú akcie. Podľa štúdie zo Švédska, priemerne po celom svete manažéri aktívnych fondov stratia 4% výnosov iba na transakčných nákladoch. [7, s. 212] .Ak majú tieto aktívne fondy transakčné a správcovské náklady napríklad po 2%, celkové náklady sú spolu 4%. Ak teda pasívny ETF fond dosahuje priemernej ročnej výkonnosti 8%, čiže priemer amerického trhu za posledných 60 rokov [19] , musí aktívny fond dosiahnuť výkonnosti 11.74% len aby sa vyrovnal čistej výkonnosti pasívneho fondu.

Najznámejšie ETF \$SPY , ktoré kopíruje americký index S&P 500, čiže 500 najväčších amerických spoločností na burze, ktoré slúžia ako ukazovateľ úrovne a výkonnosti americkej ekonomiky. Preto keď v správach počujeme o masívnom páde alebo prudkom raste trhov amerického trhu, má sa na mysli práve index S&P 500, resp. príslušné ETF \$SPY. Môžeme sa však stretnúť so stovkami iných

fondov, napríklad bio-technologický fond \$IBB, fond spoločností ťažiacich zlato \$GDX alebo finančný sektor \$XLF. [5, s. 39]

Ďalšou výhodou je likvidita týchto fondov. Sú obchodovateľné na burze a najväčšie z nich majú denné obchodované objemy v desiatkach miliónov transakcií. V obrázku 1. uvádzame 10 najväčších ETF fondov, ktoré majú denné obchodované objemy od 20 až 60 miliónov transakcií denne.

Symbol	Name	Avg Volume	AUM
GDX	VanEck Vectors Gold Miners ETF	61,477,133	\$11,999,405.35
SPY	SPDR S&P 500 ETF	60,497,887	\$288,656,033.02
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	55,896,840	\$26,932,351.57
XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	48,456,246	\$26,269,452.56
VXX	iPath Series B S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	34,868,605	\$984,784.44
XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF	29,341,285	\$2,023,253.96
USO	United States Oil Fund	25,916,283	\$1,223,791.93
DWT	VelocityShares 3x Inverse Crude Oil ETN	25,262,229	\$270,742.85
QQQ	Invesco QQQ	23,901,006	\$81,980,705.22
FXI	iShares China Large-Cap ETF	23,717,203	\$4,387,401.67

Obrázok 1: Denné transakčné objemy vybraných ETF [20]

4.1.2 Aktívne

Aktívne investovanie, ako sme naznačili v predošlom odstavci, znamená, že správca majetku alebo my sami aktívne vyberáme jednotlivé akcie ako investície. Máme teda väčšiu kontrolu nad tým, do akých spoločností ukladáme peniaze a môžeme si ich vybrať toľko, koľko uznáme za vhodné na základne žiadanej diverzifikácie. Výhodou oproti pasívnemu investovaniu teda je, že z celého koša, napríklad amerického trhu, si môžeme vybrať len tie najlepšie a najkvalitnejšie spoločnosti a nemusíme v koši kupovať aj tie, ktoré sú nevykonné alebo rizikové a teda zbytočne “ťahajú” výkonnejšie akcie nižšie. Aktívne investovanie nám dáva viac možností na úspech ale aj omyl, a teda je na jednotlivom investorovi, akú stratégiu a prístup zvolí. [5, s. 6]

4.1.2.1 Dividendové

Tento typ investovania sa vyznačuje alokáciou prostriedkov do vyzretých, veľkých a stabilných spoločností vyplácajúcich dividendy. Tieto spoločnosti sú označované ako “blue-chips companies” podľa modrých žetónov v kasínach, ktoré sú najhodnotnejšie. Do tejto skupiny môžeme zaradiť známe konglomeráty ako napríklad The Coca-Cola Company, Inc. McDonald’s Inc., IBM, Inc. a podobne. Tieto spoločnosti sú málo volatilné a štandardne rastú veľmi málo, väčšinou tempom celej ekonomiky v ktorej sa nachádzajú, v prípade USA teda okolo 2-3%. Tento typ investovania je vhodný pre investorov, ktorý vyhľadávajú stabilitu investície, pravidelný výnos vo forme vyplatenej hotovosti, avšak vyšší výnos ako u dlhopisov alebo iných dlhových cenných papierov. [10, s. 205]

4.1.2.2 Rastové

V predošlých odsekoch sme popisovali rozdiel medzi aktívnym a pasívnym investovaním, pri ktorom je definícia a pomyselná deliaca čiara jasne definovaná a jasná. Pri tzv. rastovom investovaní sa však môžeme dostať do logických a jazykových komplikácií. Existuje niekoľko prúdov a definícií a každá chápe túto oblasť trochu inak.

Podľa hlavného prúdu sa rastové investovanie do akcií chápe ako “investičný prístup alebo stratégia, ktorej hlavným cieľom je kapitálový výnos. Investori praktizujúci túto stratégiu vyhľadávajú spoločnosti, ktoré vykazujú nadštandardný rast aj za cenu extrémne vysokých násobkov P/E alebo P/B.” [21]. Komplikácia, do ktorej sa tu dostávame, nie je v definícii samotnej, ale v tom, že rastové investovanie sa často dáva do kontrastu s hodnotovým investovaním a vytvára predstavu a dvoch protichodných stratégiách.

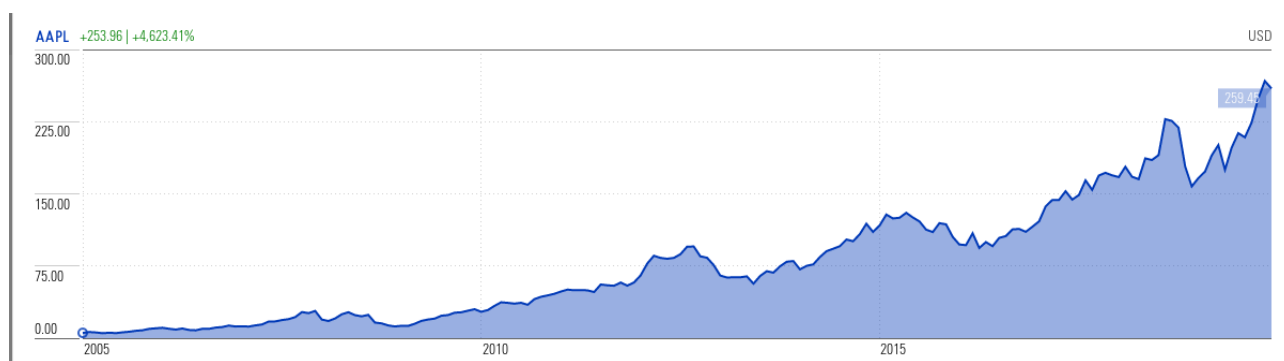
To však v našom ponímaní nie je správne, pretože je dôležité, akú definíciu hodnotového investovania zvolíme a o akých rastových spoločnostiach hovoríme. Ak by sme vybrali definíciu hodnotového investovania, s ktorou by sa stotožnil “otec” tohto smeru Benjamin Graham, čiže “investovanie do stabilných, málo zadlžených spoločností, s nízkym násobkom P/E” [22] a za rastové spoločnosti by sme vybrali akékoľvek, ktorá rastie nad 20% ročne, má P/E nad 35 a zadlženosť k celkovému kapitálu by bola 90%“, v tom prípade sú tieto stratégie skutočne protichodné.

Avšak hodnotové investovanie, ktorému sa budeme v tejto práci venovať je do značnej miery modernizované a aktuálne pre dnešnú dobu. V prvom rade je nutné pochopiť, že rast je neoddeliteľnou súčasťou hodnoty. Sám Warren Buffet vo svojom liste akcionárom z roku 1992 píše, že: “*pojmem hodnotové investovanie je široko používaný. Typicky značí nakupovanie akcií, ktoré majú charakteristiky ako nízky pomer ceny a účtovnej hodnoty, nízky pomer ceny a zisku alebo vysoký dividendový výnos. Žiaľ tieto charakteristiky majú ďaleko od určujúcich či investor nakupuje niečo s hodnotou..*” “*..naopak opačné charakteristiky, teda vysoké pomery ceny k účtovnej hodnote, ceny k ziskom alebo nízky dividendový výnos nie sú v žiadnom prípade nekonzistentné s “hodnotovým” nákupom*”. [8, s. 113] Ďalej v tom istom liste píše, že: “*... tieto dva prístupy (hodnotové a rastové investovanie) sú spojené: rast je vždy súčasťou hodnoty*”. [8, s. 24]

Pointa tejto časti je ukázať, že rastové a hodnotové investovanie nie len že nemusia byť protipólne, často sa prelínajú a dokonca v jednotlivých prípadoch môžu byť jedno a to isté. Dôkazov z teórie máme veľké množstvo, ako napríklad kniha od Glena Arnolda *Jak vyberať podhodnocené akcie a vydelať na jejich rústu*, v ktorej tak povediac “vydestiloval” kľúčové princípy legendárnych “rastových investorov” ako Philip Fisher alebo Peter Lynch, hodnotových investorov ako Warren Buffet a Charlie Munger a zjednotil ich do jednotnej stratégie, ktorú nazval “hodnotovorústová metóda”. V knihe od samotného investora Peter Lyncha sú popísané jeho princípy investovania. Peter Lynch sám seba popisuje ako rastového investora, no jeho princípy by sme dnes bez ťažkostí vedeli priradiť k modernému hodnotovému investovaniu Buffetovského štýlu. To isté platí pre Philipa Fishera, ktorý vo svojej knihe pojednáva o rastových spoločnostiach a zdôrazňuje význam rastu spoločnosti, na zároveň hovorí o princípoch typických pre hodnotové investovanie ako finančná stabilita, ziskovosť, kompetentný management, citlivé posúdenie ceny a podobne. [9]

Na uvedenie príkladov z praxe sa môžeme pozrieť napríklad na spoločnosť Apple, Inc. Cena akcií tejto spoločnosti od januára roku 2005 do času písania tejto práce, teda konca roku 2019, vzrástla z

5.49 USD na 267.25 USD (29.11.2019). To je celkový rast 4678%, zložený priemerný ročný rast je zhruba 29.5%. Tento rast dobre ilustruje graf na obrázku č.2.



Obrázok 2: Cena akcií spoločnosti Apple, Inc. [23]

Pri takomto imponujúcom raste by sme Apple, Inc. mohli jednoznačne označiť za rastovú. Na druhú stranu, ak sa pozrieme na niektoré ukazovatele z minulosti, ukazovateľ dlhu voči vlastnému imaniu je konzistentne nižší alebo rovný k hodnote 1, stabilne rastie hotovostná zásoba spoločnosti a ukazovateľ P/E a P/B sú dlhodobu priemerne nižšie ako priemer S&P 500, čo by sme vedeli označiť za typicky hodnotové charakteristiky. Apple, Inc. teda dokazuje, že tieto dva smery nemusia byť protichodné.

To isté platí pre spoločnosť Amazon, Inc., ktorá bola roky označovaná ako typická rastová spoločnosť. Taktiež spĺňala definíciu o vysokých P/E, ktoré je aktuálne na úrovni 78 a v roku 2014 bolo na úrovni až 530, nevyplácala dividendy, rástla priemerne 34%. [44] V máji roku 2019 sme sa v správach dozvedeli, že akcie Amazonu boli nakúpené investičnou spoločnosťou Berkshire Hathaway, Inc., ktorá je doslova vlajkovou loďou moderného hodnotového investovania a je vedená najúspešnejším investorom všetkých čias Warrenom Buffetom, ktorého sme v práci už viackrát zmienili. [24]

4.1.2.3 Hodnotové

V predošlej časti o rastovom investovaní sme načrtli tému hodnotového investovania, zmienili sme príklady úspešných investorov praktizujúcich túto stratégiu a vysvetlili, prečo môžu ale nutne nemusia byť tieto dva smery rozdielne. Doteraz sme sa však nezaoberali definíciou hodnotového investovania a čo pod týmto pojmom v skutočnosti rozumieme.

“Každá spoločnosť má svoju vnútornú hodnotu a investor sa snaží kupovať jej akcie za cenu, ktorá je nižšia než táto hodnota.”-Daniel Gladiš [1, s. 30]

*“Hodnota ktorejkoľvek akcie, dlhopisu alebo firmy **dnes** je určená peňažnými tokmi diskontovanými primeranou úrokovou mierou, ktoré môžu byť očakávané počas životnosti zvoleného aktíva.”-Burr Williams [1, s. 113]*

Hodnotový investičný prístup je teda taká stratégia investovania, kde portfólio akcií zostavujeme z individuálnych, finančne stabilných spoločností, ktorých hodnota primeraným násobkom prevyšuje ich nákupnú cenu. Takáto definícia sa môže zdať až príliš jednoduchá, avšak v skutočnosti veľmi presne vystihuje podstatu tohto prístupu. Ako sám hovorí Warren Buffet- je to jednoduché, no nie je to ľahké. Myslí sa tým, že princíp resp. logika za týmto prístupom je jednoduchá, no samotné prevedenie, najmä zo začiatku vôbec nie je ľahké.

Ľahké nie je z jedného dôvodu. Vo vyššie uvedenej definícii sme popísali, že cieľom je akcie kúpiť za cenu nižšiu ako je ich hodnota. Zatiaľ čo o cene vďaka tržným kotáciám nemáme pochyb a presne vieme, aká je, o hodnote z počiatku nevieme skoro nič. Čo viac, neexistuje žiadna jedna presná, objektívna hodnota, ktorú vieme vypočítať na niekoľko desiatinných miest ako vieme počítať fyzikálne javy. [1] Neznamená to však, že sa nesnažíme hodnotu určiť. Ide však o to, že odhadov hodnôt existuje práve toľko, koľko existuje analytikov, ktorí ju určujú a taktiež o výsledku tohto počítania by sme nemali uvažovať ako o presnom čísle, ale skôr ako o rozsahu. Taktiež metód existuje viacero a každá pracuje s inými údajmi a je teda pri výpočte citlivejšia na jednotlivé vstupy. V ďalších kapitolách budeme rozoberať, prečo nám tieto skutočnosti nebránia v efektívnom investovaní, ba práve naopak nás chránia a pri správnom uplatnení nám pomáhajú.

5 Hodnotové investovanie

5.1 Empirické dôkazy efektívnosti hodnotového investovania

V predošlých kapitolách sme určili, čo vlastne hodnotové investovanie je. Zhrnuté v stručnosti by sme to teda vedeli vyjadriť ako investovanie do spoločností s vysokou hodnotou a nákupom týchto spoločností za cenu nižšiu, ako je táto hodnota. Naším cieľom je teda kupovať *podhodnotené* spoločnosti. Z toho implicitne vyplýva, že očakávame, dividendy neberúc v úvahu, že cena porastie k tejto našej predpokladanej, férovej hodnote a teda realizujeme kapitálový výnos.

Tu sa však naskytá otázka-prečo by sa to malo stať? Čo na trhu zaručuje, že cena skutočne porastie smerom k hodnote (za predpokladu, že naša analýza je správna a hodnota je teda vyššia ako cena). Účastníci na trhu sa na našu spoločnosť môžu a často sa aj pozerajú a súdia ju cez iné kritériá ako my a ako to vystihol Daniel Gladiš *“akcii na trhu je jedno, že ju vlastníte”*. Ak by sa celý trh okrem nás na zvolenú akciu pozeral akýmsi *“anti-hodnotovým”*, kontrariánskym prístupom k tomu nášmu, neexistoval by po zvolenej akcii žiaden dopyt a teda žiaden cenový rast, naopak prepad.

Z histórie by sme vedeli vybrať prípady, kedy by sa dalo v krátkodobom meradle povedať, že hodnotové investovanie *“nefunguje”*. Akcie s podľa nás určenými kritériami aj roky stagnujú a sú opomínané. Takýto príklad bol napríklad zlom storočí a tzv. *“dot-com bubble”*, kedy trh zaujal prístup, že jediné spoločnosti s potenciálom, bez ohľadu na ich neziskovosť, boli tie s koncovkou *“com”*. Taktiež sa môže jednoducho stať, že akcia, ktorú sme zvolili ako hodnotovú, je jednoducho príliš neatraktívna alebo nenápadná, aby v krátkodobom meradle zaznamenala výraznejší rast. No aj na trhu, ktorý nie je ovládaný prírodnými zákonmi ale ľudským správaním platia isté zákonitosti. Najlepšie to vyjadril *“otec”* hodnotového investovania Benjamin Graham, ktorý sa v roku 1955 v Senáte USA vyjadril na otázku senátora Fullbrighta, predsedu Komisie pre bankovníctvo a obchod, prečo cena časom smeruje k hodnote, takto: *“je to jedna zo záhad nášho businessu a je to záhada ako pre mňa, tak pre všetkých ostatných. Ale zo skúsenosti vieme, že nakoniec trh dobehne svoju hodnotu.”* [1, s. 27]

Vysvetliť tento fenomén vedecky a teoreticky na základe skúmaní, by si vyžadovalo viac práce, ako si teraz môžeme dovoliť. Prostou logikou však môžeme argumentovať, že na trhu existuje istý podvedomý, kolektívny konzesus o rozsahu toho, čo sa nazýva férová hodnota a že ak sa cena akcie nachádza dostatočne hlboko pod touto hodnotou, trh to skôr či neskôr spozná a následne sa to prejaví na cene, čo je pri správnom postupe náš zisk. Tento rozdiel medzi cenou a hodnotou, ktorú pomenoval taktiež Benjamin Graham, sa nazýva *“margin of safety”* a je to taktiež fundamentálny koncept tejto stratégie, ktorý rozoberieme neskôr v práci.

Okrem “sedliackeho rozumu” môžeme ako dôkaz efektívnosti hodnotového investovania uviesť výnosy a úspechy viac alebo menej známych investorov, ktorý sa tejto stratégie držali.

Meno	Zložený ročný výnos	Počet aktívnych rokov
Peter Lynch	29.2%	13
Charlie Munger	24%	12
Warren Buffet	23%	54
Benjamin Graham	21%	20
David Einhorn	19.4%	17
Seth Klarman	16.5%	25

Tabuľka 1: Výnosy a aktívne roky vybraných investorov. Zdroj: [1, s. 120]

5.2 Metódy a postupy hodnotového investovania

Ako sme zmienili, samotných prístupov k investovaniu je práve toľko, koľko investorov. Rovnako to platí aj pre podmnožinu hodnotového investovania, kde každý investor má svoj jedinečný postup, akým pracuje. Jeden investor pracuje systémom “bottom-up”, druhý zase “top-down”. Jeden kladie väčší dôraz na finančné ukazovatele, druhý zase skôr na pochopenie daného businessu a nečíselné stránky spoločnosti ako napríklad značka alebo know-how.

Napriek týmto líšiacim sa zameraniam a rozdielnym postupom, naprieč literatúrou či už napísanou akademickými pracovníkmi alebo svetoznámymi investormi z praxe sa opakujú zásady, prístupy a analýzy, ktoré vieme rozdeliť do troch častí:

- vyberanie a filtrácia spoločností, teda prvotný zber kandidátov pre potenciálnu investíciu
- kvalitatívna analýza
- kvantitatívna analýza

Tieto tri časti a najmä posledné dve sú jadrom práce hodnotového investora. Každú z nich podrobne rozoberieme v nasledujúcich kapitolách a položíme tak teoretické východisko pre praktickú časť tejto práce.

6 Vyberanie a filtrácia emitentov pre potenciálnu investíciu

Aby sme mohli aplikovať analýzy, ktoré vysvetlíme v ďalších častiach tejto práce, musíme mať najprv čo analyzovať. Keď sa investora Warrena Buffeta spýtali, ako vyhľadáva spoločnosti, odpovedal, že v príručke pre investora otvorí stranu jedna a postupuje spoločnosť po spoločnosti, od A po Z. S dnešnými približne 5900 [4, s. 59] emitentami uvedenými iba na amerických burzách NYSE a NASDAQ by nám trvalo, ak by sme si na každú spoločnosť vyhradili krátkych 15 minút na prvotný náhľad, 185 osem-hodinových pracovných dní (ak by sme nemali žiadne pauzy), aby sme prešli všetky. To z hľadiska konkurencieschopnosti a efektivity práce nie je možné a preto tento postup uvádzame ako príklad, prečo je výber emitentov kľúčový k efektívnej práci a výberu čo možno najviac sľubných kandidátov.

Warren Buffet však uviedol iný princíp, ktorý vnímame ako nesmierne prínosný a na prvý pohľad až obyčajne jednoduchý, “začínam spoločnosťami, ktorým rozumiem”. Môže sa zdať ako samozrejmé, že pracujeme iba s tým, čomu rozumieme. Napriek tomu v odvetví investovania sa často stretávame s tým, že najmä, aj keď nie len retailoví investori kupujú akcie spoločností, ktorým vôbec nerozumejú.

Skvelým príkladom bola “dot.com bubble”, kedy málokto vedel, ako internetové spoločnosti fungujú a z čoho majú plynúť ich neexistujúce zisky, no ich akcie kupoval takmer každý.

Tejto problematike sa venoval český hodnotový investor Ing. Daniel Gladiš, CFA vo svojej knihe *Akciové investice* v kapitole pod názvom “Kruh kompetencií”.

6.1 Kruh kompetencií

„Geolog by těžko napsal lidem smlouvy nebo by je byl schopenzastupovat u soudu, bankovní úředník by asi těžko uměl spravit lidem zuby a biotechnolog si asi sám nevyprojektuje rodinný dům. Tyto věci chápeme a jsou více méne samozřejmé, Všechno se ale úplně změní, jakmile jde o investování. Najednou lidé nemají nejmenší problém vydat se daleko za hranice vlastního vědění.” [1, s. 15]

Toto je úryvok z knihy Daniel Gladiša *Akciové investice* a kľúčová myšlienka “kruhu kompetencií”, pochádzajúca z kapitoly s rovnomeným názvom. Kruh kompetencií vlastne vykresľuje pomyselné hranice našich znalostí z rôznych oborov a vyjadruje, že pri výbere akciových titulov by sme sa mali zaoberať iba spoločnosťami, ktoré podnikajú v tomto kruhu. Každý investor má svoj jedinečný kruh kompetencií-niekoľko je široký, obsahujúci mnoho odvetví, iný je zase veľmi úzky a špecificky zameraný. Na konci dňa je ale jedno, aký veľký tento kruh je, ale zamerať sa na to, **čo** v ňom je a držať sa toho.

Daniel Gladiš na analógii ukázal, prečo je trochu absurdné, ak chce napríklad bankár investovať do medicínskej firmy. A skutočne, v bežnom živote by sme nič také, ako bankár spravujúci zuby neočakávali, no pri investovaní sa zdá, akoby sa tieto zábrany strácali. Možno je to preto, že nákupom akcií sa iba podieľame na podnikaní a zisku, hoci firmu nemusíme aktívne viesť. Ak má predsa firma stabilné zisky roky za sebou, nízky dlh a dá sa kúpiť za nízky násobok ziskov, je predsa jedno, že tieto zisky sú z medicínskej, chemickej alebo finančnej spoločnosti, no nie?

To je síce pravda, čistý zisk je jednoducho čistý zisk a je jedno z akej firmy pochádza, problém však je, že všetky tieto metriky sú **historické, no my akcie spoločnosti nakupujeme do budúcnosti**. To je samozrejmé, no v kontexte tejto kapitoly to znamená, že pred tým, než akcie nakúpime, musíme spoločnosť ohodnotiť a priradiť jej hodnotu a to bez porozumenia daného odvetvia a business modelu nie je možné. Musíme porozumieť, na základe čoho bola daná spoločnosť v minulosti úspešná, či bude schopná aplikovať ten istý postup aj v budúcnosti, ako bude schopná inovovať, ako predvídateľné budú finančné toky a podobne. V kvantitatívnej časti tejto práce, kedy budeme používať model na odhad budúcich finančných tokov uvidíme, ako extrémne dôležité tieto faktory sú a ako veľmi môže zavážiť náš subjektívny napríklad rastovej miery v budúcnosti na odhad súčasnej hodnoty. Dovolíme si taktiež doplniť, že kruh kompetencií sa nemusí vzťahovať výlučne na odvetvie, v ktorom daná firma podniká. Môžeme taktiež viac alebo menej rozumieť faktorom ako obchodná kultúra v daných krajinách, o čom budeme pojednávať v ďalšej časti.

6.2 Odvetvie

Výber a filtrácia odvetvia úzko súvisí s konceptom kruhu kompetencií. Tým, že sa obmedzíme len na spoločnosti a odvetvia, ktorým rozumíme, podstatne zúžime okruh akcií, z ktorých môžeme vybrať. Ďalej je dobré vyfiltrovať odvetvia, ktoré sú systematicky nevhodné na hodnotové investície, ako

napríklad ťažiarsky priemysel alebo cyklické odvetvia, ako napríklad automobilový priemysel [6, s. 245], aj keď aj tu by sme určite našli sľubné hodnotové investície.

Naopak sa môžeme zamerať na odvetvia, ktoré sú ako celok v medveďom trhu, pretože tam môžeme nájsť kvalitné spoločnosti za diskontné ceny, ktorých akcie klesajú nie z fundamentálnych dôvodov a nekvalitnému hospodáreniu spoločnosti, ale kvôli všeobecnému sentimentu v danom odvetví. Ak aj takéto odvetvie nenájdeme, existujú isté kvantitatívne charakteristiky jednotlivých odvetví, na ktoré sa môžeme zamerať a následne filtrovať- napríklad odvetvie technológií má vyššie čisté marže ako ostatné a možnosť vytvoriť si silnú značku a diferencovať sa, avšak podlieha aj väčšej nepredvídateľnosti a riziku. Naproti tomu by sme mohli postaviť napríklad odvetvie maloobchodu, ktoré má veľmi nízke čisté marže, diferenciácia je problematická, avšak je pomerne stabilné a dobre predvídateľné. [6]

6.3 Krajina

Keď už máme zadefinované, že sa budeme venovať iba spoločnostiam, ktorým rozumieme, ďalší krok je zvoliť na ktorom trhu, resp. v ktorej krajine sa budeme pohybovať. Tým, že sa vymedzíme iba na špecifický trh, je pochopiteľné, že nám unikne mnoho potenciálnych investícií na iných trhoch. Avšak v prvom rade potrebujeme pre prácu systematický prístup, pretože nie je možné vyberať zo všetkých akcií na svete ako celku. Taktiež na jednotlivých trhoch existujú špecifiká, na ktoré musíme brať ohľad a preto je dobré sa spočiatku vymedziť na jeden trh a pochopiť jeho špecifiká.

Týmito špecifikami sa myslia rôzne makro aj mikroekonomické faktory, ako napríklad:

- inflácia-vyhybame sa krajinám s príliš vysokou infláciou
- úrokové miery-príliš nízke úrokové miery môžu znamenať vysokú cenovú hladinu
- miera zdanenia
- politická situácia
- stupeň regulácie
- obchodná kultúra
- kúpyschopnosť obyvateľstva
- stabilita trhu v krajine
- rozvinutosť trhov

Ekonomická teória do pomernej veľkej hĺbky vysvetľuje dôležitosť a dopad jednotlivých faktorov, ktoré sme vyššie spomenuli, ako napríklad úrokové miery, inflácia a stupeň zdanenia, preto sa nebudeme zaoberať ďalším hĺbkovým vysvetľovaním základov týchto ekonomických veličín. Naopak faktory ako obchodná kultúra a rozvinutosť trhov sú o čosi komplexnejšie a zložitejšie, aj kvôli ich kvalitatívnemu charakteru, no sú rovnako ak nie existenčne dôležité pre úspešné investície, preto vysvetlíme ich podstatu a dopad na našu prácu ako investorov.

Obchodná kultúra v našom ponímaní vyjadruje to, ako sa v rôznych situáciách správa vedenie firmy voči stakeholderom-t.j. primárne voči vlastníkom, veriteľom, štátu, zákazníkom atď. Toto správanie je nutné pochopiť, ak sa rozhodneme investovať v krajinách a kultúrach rozdielnych tej našej, nakoľko našu domovskú kultúra poznáme a berieme ju ako samozrejmu. Napríklad môžeme uviesť, že v západnej kultúre všeobecne platí, že vedenie firmy musí akcionárov informovať o svojom

fungovaní, nových projektoch, akvizíciách a alokovaní kapitálu. Platia však rovnaké pravidlá v Japonsku, Juhoafrickej republike alebo v Izraeli? Čo ak je miestna kultúra taká, že vedenie s akcionármi jednoducho nekomunikuje a my by sme nemali možnosť dopýtať sa na niektoré zásadné skutočnosti?

V západnej kultúre je taktiež verejnosť veľmi citlivá na korupciu či už vo firmách alebo v štátnej správe a preto sú v tejto oblasti zákony formulované veľmi prísne. Naproti tomu v krajinách ako napríklad Čína, kde tradičná darová kultúra vyústila v to, čo chápeme ako korupciu, je v Číne skutočne bežná. Taktiež je bežné zavádzanie a manipulácia účtovníctva, čo je pre každého hodnotového investora obrovská červená vlajka. To je však len jeden, trochu extrémny príklad, no ilustruje, že v každej krajine sa robí biznis inak. [6] Obchodná kultúra sa taktiež často premieta do zákonov, ktoré zaväzujú jednotlivé strany k určitému správaniu. Tým sa teda dostávame k rozvinutosti trhov, pretože práve tieto zákony priamo aj nepriamo prispievajú k tomu, či sa trh môže klasifikovať ako rozvinutý. FTSE Group eviduje celkom 26 krajín [25] vo svete ako rozvinutých trhov a každá musí splniť každú z 23 podmienok. Okrem iných v nich nájdeme podmienky ako “spravodlivé a nezaujaté správanie sa k minoritným akcionárom”, “slobodný a rozvinutý akciový trh”, alebo “transparentia-informácie o hĺbke trhu”. Ak sú tieto podmienky splnené, do značnej miery nás chráni ako investorov a o čosi uľahčuje prácu. Tým nechceme povedať, že krajiny, ktoré nie sú klasifikované ako rozvinuté trhy sú automaticky vylúčené, alebo naopak, že v rozvinutých krajinách sa nemôžeme stať obeťami sprenevery, no vo všeobecnosti nám to dáva dobrý základ a isté bezpečie.

6.4 Kvantitatívne filtre

Ako posledné môžeme použiť kvantitatívne filtre na niektoré charakteristiky spoločnosti. Tu neexistuje žiadne pravidlo, ako musíme postupovať, naopak záleží na osobných preferenciách investora, či preferuje menšie alebo skôr väčšie spoločnosti, aký násobok P/E je preňho prijateľný a podobne. Najčastejšie môžeme filtrovať tieto kvantitatívne ukazovatele:

- tržná kapitalizácia spoločnosti
- ROE
- P/E-pomer ceny a ziskov
- zisková marža
- výplata dividend
- pomer ceny a čistého cash-flow na akciu
- zadlženosť

6.5 Filtrovacie nástroje

V praxi existuje niekoľko online filtrovacích nástrojov, ktoré nám umožňujú efektívne a rýchlo filtrovať akcie spoločností na základe vyššie uvedených charakteristík. Jeden z najviac používaných a najuniverzálnejších filtrov je webová stránka www.finviz.com. Ďalším veľmi populárnym online nástrojom na filtráciu a vyberanie akcií na základe našich zvolených kritérií je stránka www.morningstar.com. Podobne ako pri predošlej stránke finviz.com môžeme vyberať z mnohých kvantitatívnych alebo kvalitatívnych faktorov. Stránka poskytuje aj službu platenej verzie filtra, kde

môžeme zadať omnoho viac podrobnejších kritérií a teda si uľahčujeme prácu tým, že dopredu budeme poznať rôzne kvantitatívne charakteristiky spoločnosti.

Ako sme však spomínali, s filtrami je potrebné pracovať opatrne a nepreťažovať množstvo zadaných hodnôt, pretože kvôli jednej hodnote, ktorá iba marginálne nespĺnila filter, nám môže ujsť mnoho inak nadmieru atraktívnych príležitostí. Toto napríklad kritizoval aj Warren Buffet na svojom učiteľovi Benjaminovi Grahamovi, ktorý používal veľmi prísne kvantitatívne filtre, kvôli ktorým mu ušlo mnoho inak výborných spoločností. [10, s. 210] Taktiež musíme dbať na to, aby sme nezaťažili svoju analýzu viac kvantitatívnymi kritériami, pretože ako uvidíme ďalej v práci, kvalitatívne kritéria sú rovnako dôležité.

Jedna z metód ako hľadať potenciálne podhodnotené spoločnosti pomocou filtrov je buď cez ukazovateľ P/E, ROE alebo zadať určité percento poklesu ceny akcie. Nízka a klesajúca cena akcie môže mať množstvo dôvodov a veľmi často sú tieto dôvody racionálne-klesajúca ziskovosť a obrat, vysoká zadlženosť, korupčný alebo iný škandál spoločnosti. Ak však začneme skúmať akcie a dôvod prepadu cien ich akcií, môžeme niekedy naraziť na spoločnosti, ktoré sú vysoko kvalitné, ziskové a stabilné, avšak ceny ich akcií klesajú z nejakého málo podstatného dôvodu, ako napríklad o čosi nižšia ziskovosť ako bolo predpokladané, neúspech novej rady produktov alebo všeobecný sentiment na trhu. Ak sa nám podarí takéto prípady nájsť, kupujeme vlastne kvalitné tituly v zľave-kupujeme ich za nižšiu cenu bez toho, aby hospodárenie alebo hodnota spoločnosti boli dotknuté.

6.6 Iné zdroje

V praxi sa nám môže stať, ako sme už spomínali, že filtrom kvôli drobnej odchýlke neprejde akcia, do ktorej by sme inak zainvestovali a teda ju minieme. Je preto dobré mať aj iné zdroje, kde nachádzať nápady na akcie ako potenciálne investície. Prístupov je viacero a žiaden nie je správny ani nesprávny a je na každom investorovi, či si vyberie jeden, žiaden, alebo kombináciu viacerých.

6.6.1 Newslette a stock-research webstránky

Jedna z najtypickejších metód pri hľadaní nápadov na investície je odoberať novinky rôznych magazínov a firiem, ktorých produkt je práve vyhľadávanie potenciálnych investícií. Najznámejšie z týchto sú napríklad www.motleyfool.com , www.zacks.com , alebo www.valueline.com. V zásade nevidíme pri týchto doplnkových službách problém, avšak treba ich skutočne brať iba ako doplnkové. Spoliehať sa na tip z newsletteru je prinajmenšom nesystematické a keby investori čerpali nápady iba z týchto zdrojov, mohol by sa stať portfólio managerom každý. Okrem iného nám však môžu tieto firmy pomôcť pri hlbšom pochopení fungovaní nami vybranej spoločnosti. V analýzach na týchto stránkach často nájdeme popísaný business model a hlavné zdroje príjmu, čo je pri investovaní absolútne kľúčová vec pre odhad príležitostí a rizík.

6.6.2 Fóra a sledovanie iných investorov

Veľmi dobrým spôsobom ako hľadať nápady na investície je združovať sa s podobne zmýšľajúcimi investormi a sledovať ich a ich portfóliá. Samozrejme, že nie všetci chcú zdieľať, ktoré akcie práve držia, mnohí sú však ochotní diskutovať o ich analýzach, kde môžu dostať akúsi spätnú väzbu prípadne ostatní investori môžu prebrať rolu “diablovho advokáta” a pokúsiť sa “podkopať” analýzu a nájsť v nej diery.

Taktiež sledovanie ostatných investorov, o ktorých vieme, že vyberajú kvalitné spoločnosti, nám ušetrí mnoho práce, nakoľko úplne preskočíme filtráciu. Daň za to je, že musíme byť ostražitejší ako pri iných tituloch a analyzovať ich rovnako dôsledne ako každé iné. Dôvodov na to je hneď niekoľko- prvý je, že aj úspešný investor sa z času na čas pomýli, prehliadne detail, alebo nakúpi príliš drahú. Druhým dôvodom je, že máme akúsi psychologickú istotu, pretože “ak túto akciu kúpil investor XY, musí vedieť čo robí” a nie sme takí dôslední alebo kritickí, akoby sme inak boli. Posledným dôvodom je, že každý investor má svoj prístup a hodnotí rôzne faktory rozdielnym spôsobom. Ak sa časom tieto faktory zmenia a investor sa akcie rozhodne predať, nemusíme si túto zmenu vôbec všimnúť a v portfóliu nám ostane menej kvalitná spoločnosť. Napriek tomu, ak sme pri analýze dôsledný a dostatočne kritický, sledovanie iných investorov je výborný spôsob ako nachádzať nové investície alebo obohatiť svoj investičný prístup.

6.6.3 Investícia do firmy “od vedľa”

Tento prístup je veľmi intuitívny až prirodzený, napriek tomu vie priniesť veľmi zaujímavé príležitosti. Ide vlastne o investovanie do spoločností, ktoré majú prevádzku alebo predávajú produkty v našom okolí a máme teda skúsenosť z prvej ruky a zdroj inšpirácie. Najviac tento prístup preslávil Peter Lynch, ktorý takto objavil niekoľko svojich veľmi úspešných investícií. Jedna z nich bola napríklad dnes už po svete rozšírená sieť kaviarní Dunkin' Donuts z Bostonu, kde Peter Lynch žil a pôsobil. Firma mala prevádzku v podstate oproti jeho kancelárii a veľmi mu u nich chutila káva. Taktiež si všimol, že v kaviarni je takmer stále plno a medzi ľuďmi je veľmi populárna. Ako každý businessman okamžite začal rozmýšľať, aké vysoké majú tržby, keď majú stále tak plno. Preto sa jednoducho pozrel a zistil, že firma je obchodovaná na burze. Mal teda k dispozícii ich finančné výkazy a aj cez čísla videl, že firme sa veľmi dobre darí. Nakúpil do svojho fondu akcie tejto firmy a spolu s ďalšími podobnými „úlovkami“ definoval svoju prístup na nachádzanie akcií, tzv. „ten-baggers“ (akcie, ktoré sa zhodnotia aspoň desaťkrát) a aj tento prístup mu pomohol stať sa investorom s 29% zloženým ročným výnosom. [9]

Tento prístup je však viac “čerešnička ako torta”. Nemôžeme sa spoľahnúť na to, že každú chvíľu objavíme nejakú firmu, ktorá má prevádzku v našom okolí, je obchodovateľná na burze, je finančne stabilná a zisková a za dobrú cenu. Taktiež sa tým obmedzujeme na maloobchod a retail, kdežto mnoho atraktívnych investícií nájdeme aj v menej “atraktívnych” odvetviach ako strojárstvo alebo preprava.

7 Kvalitatívna analýza

Kvalitatívna analýza spočíva v analýze faktorov, ktoré vplyvajú na spoločnosť a nie je ich možné, resp. len obťažne, vyjadriť finančne ako aktíva alebo pasíva na súvahe. Mohlo by sa zdať, že analýza kvalitatívnych faktorov nie je v porovnaní s kvantitatívnou analýzou, ako napríklad ziskovosť dôležitá, keďže ako investorom nám ide práve o to. Opak je však pravdou, pretože napriek tomu, že

tieto faktory nevieme vyjadriť finančne, do veľkej miery vplývajú, vytvárajú či ohrozujú postavenie spoločnosti na trhu a následnú ziskovosť danej firmy. [8, s. 112]

Kvalitatívne faktory vieme rozdeliť na *externé* a *interné*. V nasledujúcej časti ich popíšeme bližšie, uvedieme, ktoré to sú a ako môžu vplývať na fungovanie spoločnosti. [8, s. 108]

7.1 Externé

- geografia-geografia jednoznačne vplýva na pôsobenie firmy a jej možnosti v rámci krajiny aj sveta. Spoločnosti, ktoré pôsobia na trhoch v rozvinutých krajinách a teda ekonomikách sveta majú značnú výhodu v podnikaní, ako spoločnosti v krajinách, ktorých ekonomika nie je tak rozvinutá. Medzi najrozvinutejšie ekonomiky patria Spojené štáty americké, Európska únia, najmä Nemecko, Francúzsko a Veľká Británia, Švajčiarsko, Japonsko, prípadne Južná Kórea. Neznamená to, že paušálne všetky spoločnosti v týchto krajinách sú kvalitné, ale kvalitné spoločnosti v týchto krajinách majú výhodu väčšej kúpyschopnosti obyvateľstva, prístupu na zahraničné trhy, rozvinuté zákony a právnu istotu, lepšie možnosti financovania. S geografiou sa samozrejme spája veľmi výrazný faktor, ktorý uvádzame v ďalšom bode
- politická situácia a politické riziko-s akciovými investíciami s nám najčastejšie spájajú krajiny ako USA alebo Veľká Británia. Na svete je však mnoho búrz, kde môžeme nachádzať atraktívne príležitosti na investíciu. Vždy však musíme brať v potaz politickú situáciu v danej krajine. Napríklad spoločnosti v Rusku, ktoré by sme vedeli označiť za kvalitné, sú v porovnaní so svetom obchodované za omnoho nižšie ceny. Má to však svoj dôvod, pretože politické riziko, vysoká miera korupcie, mladosť kapitalistického trhu v Rusku, nestabilita, vojenské konflikty a tak ďalej, môžu vplývať na ziskovosť alebo dokonca existenciu firmy. Je teda na jednotlivom investorovi, akú mieru rizika je ochotný podstúpiť.
- ekonomický cyklus-ekonomické cykly sú prirodzeným javom na všetkých trhoch a samotné spoločnosti ich prakticky nevedia ovplyvniť. Naším cieľom ako investorov nie je snažiť sa uhádnuť, kedy príde ďalšia kríza alebo konjunktúra, ale započítať ekonomický cyklus do našich analýz. V praxi teda môžeme brať s rezervou nadštandardnú ziskovosť počas konjunktúry alebo byť opatrný a prísny na kritéria finančného zdravia firmy počas dlhej doby bez recesie. Taktiež si musíme byť vedomí cyklickosti niektorých odvetví ako celkov, napríklad auto priemyslu a náležite upraviť očakávania rastu a budúcich ziskov. To nás privádza k ďalšiemu bodu.
- odvetvie-každé odvetvie je viac alebo menej špecifické a musíme to zohľadniť pri našich analýzach. Môžeme sa pýtať otázky ako napríklad “Ako staré/mladé, a teda stabilné je toto odvetvie?”. Odvetvie výroby, presnejšie napríklad výroba nealkoholických nápojov (Coca-Cola) je staršie a jednoznačne stabilnejšie a predvídateľnejšie ako napríklad odvetvie sociálnych sietí. Naopak zase môže byť z pohľadu marží menej zaujímavé ako moderné obchodné a technologické spoločnosti ako Google alebo Apple. Taktiež bankové odvetvie bude mať štandardne oveľa vyššie miery zadlženosti ako iné odvetvia, keďže je na tom postavený celý business model.

7.2 Interné

7.2.1 Management

Určite najdôležitejší zo všetkých kvalitatívnych faktorov je výkonný management spoločnosti. Tento bod zdôrazňuje každý jeden z investorov, z diel ktorých vychádzame. Veľmi často sa v týchto prácach stretávame z definíciou hodnotového investovania ako kupovanie akcií “*spoločnosti, ktorým rozumieme, s priaznivými dlhodobými vyhlídkami, vedené poctivými a kompetentnými ľuďmi, dostupné za atraktívne ceny*” [8, s. 112]. To znamená, že kvalitný a poctivý management je absolútne kľúčový faktor k úspechu. Čo to však znamená kvalitný a poctivý management? To je práve problematika, ktorou sa musíme zaoberať, keďže poctivosť management nenájde na súvahe v položke aktív. Je to kvalitatívne, subjektívne a veľmi náročné posúdenie ľudí vo vedení. Posudzovať ich môžeme z viacerých aspektov.

7.2.1.1 principal-agent problem

Principal-agent problem je fenomén starý snáď ako peniaze samy, no formálne bol popísaný v roku 1976 M. Jensenom z Harvarskej univerzity a W. Meckling z Rochesterskej univerzity. [26] Ide o situáciu, kedy vlastník kapitálu-principal, zveruje tento kapitál do správy jeho zástupcovi-agent. Tu nevyhnutne môže nastať konflikt záujmov, kedy každý sleduje tie svoje. Tento pojem zahŕňa správanie, kedy agent konal síce v medziach zákona, no nesledoval záujmy vlastníka kapitálu, k čomu sa prisľúbil, až po ilegálnu korupciu. Principal avšak často nemá inú možnosť, ako zveriť kapitál agentovi. [8, s. 73]

Najjednoduchší príklad je pravdepodobne štátna správa. Daňoví poplatníci a občania, teda principals, zverujú istú časť kapitálu vo forme daní agentom, správcom, teda štátnym úradníkom a očakávajú, že tento zverený kapitál im prinesie hodnotu vo forme služieb ako polícia, právna istota, spravodlivé súdnictvo a podobne. Občania a daňoví poplatníci nemajú inú možnosť, ako zabezpečiť službu polícii. Individuálne na to nemajú prostriedky a kolektívne to nutne vedie k zamestnaniu agenta a delegovaniu správy. História aj súčasnosť je však plná káuz, kedy štátni úradníci zneužili moc a finančné prostriedky a nesledovali záujmy principalov, ale tie svoje-napríklad finančné obohatenie sa. Nakoľko orgány, ktoré by takémuto správaniu mali zabrániť, sú často pod priamou správou práve tých správcov, ktoré sa daného správania dopúšťajú a objektivita teda nemôže byť zaručená. Dosah vlastníkov kapitálu, teda občanov a daňových poplatníkov je tak veľmi malý.

Analogicky môžeme principal-agent problem hľadať u akciových spoločností s rozptýleným vlastníctvom. My ako investori do týchto spoločností, sme principals a ukladáme kapitál na správu managementu podniku, teda agentom. A keďže sa v tejto práci zaoberáme výlučne spoločnosťami s rozptýleným vlastníctvom, máme ako jedinci veľmi malý dosah na konanie vedenia formou hlasovania. Konflikt záujmov však nemusí nastať vo forme absolútnej korupcie a takzvanom “tunelovaní” spoločnosti. Agent, teda napríklad CEO spoločnosti môže využiť pomerne značné finančné prostriedky na upevnenie svojej pozície a získanie moci prostredníctvom spoločnosti. Tým však ignoruje ciele vlastníkov kapitálu získať z uloženie tohoto kapitálu čo najvyššiu hodnotu. Druhou situáciou môže byť napríklad, ak CEO tak povediac “odsedí” svoje obdobie vo funkcii, spoločnosť nechá na akomsi voľnobehu a nerozdelený zisk nechá úročiť aktuálnou tržnou mierou a na konci obdobia to bude ešte vyzerat', koľko hodnoty akcionárom priniesol. [8, s. 72] Takéto rozhodnutia, respektíve nerozhodnutia neuškodia, no ani neprospejú a v ďalšej kapitole budeme

pojednávať o tom, prečo je dôležité, aby CEO bol schopný efektívne alokovať kapitál a prinášať tak najvyššiu hodnotu. Popritom náš CEO za svoje obdobie získal miliónové ročné odmeny a sledoval tak svoje záujmy.

Ako teda tento problém vyriešiť? V prvom rade, ak chceme vyššie výnosy ako napríklad z dlhopisov alebo nehnuteľností a zároveň sa nechceme púšťať do ničoho príliš rizikového alebo exotického, akcie na burze sú našou jedinou možnosťou, to znamená, že na agenta určite narazíme. Taktiež je inherentne dané, že väčšina akciových spoločností obchodovateľných na burze existuje vo forme rozptýleného vlastníctva a teda väčšinou nedisponujeme dostatkom kapitálu na to, aby sme boli hlasovaním schopní ovplyvniť chod spoločnosti. Práve pre tento problém existuje v anglo-americkom systéme správna rada a v našom kontinentálnom systéme dozorná rada. Funkciou týchto orgánov je práve dohliadať na fungovanie vrcholného vedenia spoločnosti a správu im zvereného kapitálu. Opäť však narážame na dva problémy. Prvým je objektívne zhodnotenie managementu z pohľadu alokácie kapitálu, hospodárenia s prebytočnou hotovosťou, sledovanie nákladov, odmeny a bonusy a podobne. Do hodnotenia týchto aspektov vstupuje veľa faktorov. Prvým napríklad je, že každý z členov sa na fungovanie vedenia bude pozeráť cez rozdielnu optiku a to, čo by sme my možno vyhodnotili ako chybu alebo nedbanlivosť CEO, by bolo pre členov správnej rady v poriadku a naopak. Objektívne posúdenie napríklad alokácie kapitálu je zložitejšie ako prosté porovnanie s rastom účtovnej hodnoty. Tým chceme povedať, že ciele, posudzovanie a kritériá na hodnotenie nemusia byť zosúladené s tými našimi a nemôžeme sa teda 100%-ne spoľahnúť na fungovanie tejto rady.

Druhým, azda závažnejším problémom správnych a dozorných rád je, že jej členovia, počet a najmä odmeny sú volené a odsúhlasené samotným CEO alebo vedením spoločnosti. Tieto odmeny nie sú vždy hlavným zdrojom príjmu členov týchto rád, no nájdu sa aj takí. Taktiež tieto odmeny sú v top spoločnostiach aj v státisícoch dolárov ročne a nie sú úplne zanedbateľné. Za takéto čiastky je preto pre členov týchto rád pohodlné tolerovať od vedenia viac, ako by bolo správne a nepúšťajú sa do zbytočných otvorených konfliktov s vedením a neriskujú tak zbytočne svoje miesto. To je z nášho uhľ'a pohľadu značný konflikt záujmov. [8, s. 17]

Aké je teda ideálne riešenie takejto situácie, aby sme predišli sprenevere alebo znehodnoteniu kapitálu? Riešením je, aby takpovediac zmizol konflikt záujmov medzi dvoma subjektami principalom a agentom. To je možné jedine tak, ak sa agent stane alebo je zároveň aj principalom. Povedané prakticky, ak vedenie spoločnosti a najmä CEO sami vlastnia akcie spoločnosti a teda záleží im na zhodnotení kapitálu a raste hodnoty. Typicky sú to zamestnanci firiem, ktorí vo firme pracujú celý život, postupne sa vypracovali na vrcholové pozície a sú firme lojálni. Môžu to byť samozrejme aj externe najatí manažéri, ktorí veria v svoje schopnosti a nakupujú akcie firmy. V neposlednej rade sú to rodinní príslušníci, ktorých väčšina majetku je uložená v akciách spoločnosti, ktorú ich predkovia založili. Toto sú príklady ideálnych stavov, kedy tak-povediac eliminuje principal-agent problem. [9] [10]

7.2.1.2 alokácia kapitálu [1, s. 154]

Otázka alokácie kapitálu je z pohľadu kompetencie managementu absolútne kľúčová a nedá sa dostatočne zdôrazniť, ako dôležitý tento aspekt v skutočnosti je. Tomuto aspektu sa teda budeme venovať podrobnejšie, nakoľko je to aj súčasť nášho primárneho cieľa práce. [8, s. 56]

Z iného pohľadu je profesionálne investovanie alokácia kapitálu. Tým sa teda rozumie alokovať kapitál do takých aktív, aby priniesli čo možno najvyšší výnos pri podstupovaní čo najnižšieho rizika. Investori vždy pri výbere aktív nepozerajú iba na výnos samotný, ale porovnávajú ho s potenciálnym výnosom druhej najvýnosnejšej triedy aktív. Do rovnakej pozície sa dostávajú aj generálni riaditelia spoločností, ktorým sa v spoločnosti časom nahromadí prebytočná hotovosť, ktorá sama o sebe nemá žiaden výnos a je teda nutné ju efektívne využiť. Management má v zásade tri možnosti, ako ju efektívne využiť. Prvý spôsob je investovať hotovosť do projektov, ktoré sú súčasťou core-businessu spoločnosti-znamená to napríklad otváranie nových prevádzok, otváranie predajných miest, inovácia produktu s vyhlídkami zvýšeného predaja. Táto možnosť je štandardne najlepšia, pretože väčšinou prináša najlepšie zhodnotenie kapitálu, vytvára organický rast spoločnosti, posilňuje povedomie o značke a vytvára tzv. net-working effect a podobne. Taktiež štandardne so sebou táto možnosť nesie pomerne nízke riziko, keďže sa jedná o core-business a teda sa väčšinou nejedná o “neznáme vody”. Nevýhodou však je, že čím je spoločnosť väčšia, tým menej takýchto príležitostí má a je ťažšie použiť všetku hotovosť. Ako príklad môžeme použiť americkú maloobchodnú sieť WalMart, Inc.. Kým mala spoločnosť iba pár desiatok prevádzok, mala spoločnosť obrovský počet voľných miest a teda možností kde po Spojených štátoch otvárať nové prevádzky. Avšak s momentálnym počtom takmer 4800 prevádzok má obmedzený priestor na rast. Okrem toho, čím viac prevádzok spoločnosť má, tým viac hotovosti produkujú a zároveň tým má menej možností otvárať nové prevádzky. V rámci používania hotovosti na projekty je teda WalMart nútený hľadať nové cesty, nové predajné kanály. V posledných rokoch sa spoločnosť zameriava na online predaj a doručenie tovaru a taktiež na analýzu dát z nákupného správania, cieľnú reklamu a efektívnejší predaj. Tým sa však dostáva do priameho konkurenčného stretu s firmou Amazon, ktorá je priekopníkom v tejto oblasti a taktiež je v tejto oblasti absolútne dominantná.

Druhá možnosť ako teda použiť hotovosť je formou akvizícií iných firiem. Akvizície sú samy o sebe prospešné a majú veľa využití-okrem využitia hotovosti je to napríklad odkup konkurenčnej spoločnosti, teda získanie väčšieho tržného podielu, výhoda voči zvyšnej konkurencii, väčšie úspory z rozsahu, získanie patentov a know-how, využitie predajných kanálov, väčšie množstvo aktív a teda finančná a vyjednávací sila a podobne. Taktiež môžu slúžiť na rozširovanie okruhu podnikania a istú formu diverzifikácie. Nevýhodou akvizícií však je, že spoločnosti sú často kupované za príliš, niekedy až extrémne vysoké ceny a dochádza teda k plytvaniu kapitálu a majetku akcionárov. Tento problém je zapríčinený tým, že o akvizíciách väčšinou rozhodujú CEO firiem, ktorí sú výbornými riaditeľmi v oblasti core-businessu, rozumejú svojim trhom aj potrebám zákazníkom, no naopak sú podpriemerní v otázke rozhodovania o alokácii kapitálu. Často nerozumejú stanovovaniu hodnoty firmy a teda pri akvizícii často preplatia za podiel v kupovanej firme. To opäť podporuje naše tvrdenie, že bežne najlepšou formou alokácie kapitálu je do expanzie podniku a projektov, keďže to sú oblasti, v ktorých riaditelia vynikajú. V teórii akvizícia cudzích firiem nie je inherentne nič nežiadané, no z praxe a histórie vidíme, že najmä pre majiteľov kapitálu, teda akcionárov, mnoho akvizícií hodnotu neprinieslo, naopak ju zničilo, kedy 70-90% akvizícií hodnotu zničilo. [27]

Poslednou možnosťou je vrátení peňazí akcionárom. [11] Na spätné vrátenie peňazí akcionárov majú vedúci pracovníci firiem dve možnosti, a síce výplata dividend, ktorá je veľmi prirodzenou formou alebo formou spätného odkupu akcií, v angličtine označovaný ako “buyback”. V princípe spätný odkup funguje veľmi jednoducho a vysvetlíme ho na modelovom príklade pre prostosť. Predstavme si spoločnosť Buyback, Inc. s tržnou cenou 10 USD a celkovým počtom akcií 1000 kusov. Výpočtom teda zistíme, že tržná hodnota spoločnosti Buyback je $10 \text{ USD} \times 1000 \text{ ks akcií} = 10000 \text{ USD}$. Ak by sme my, ako investori vlastnili 100 kusov týchto akcií, vlastnili by sme 10% podniku s hodnotou

1000 USD. Ak sa následne spoločnosť rozhodne odkúpiť 200 kusov akcií a stiahnuť ich z obehu, rázom je v obehu 800 kusov akcií. Keďže my ich vlastníme 100, vlastníme jednu osminu čiže 12.5% s hodnotou 1250 USD.

	<i>Pred spätným odkupom</i>	<i>Po spätnom odkupe</i>
Počet akcií v obehu	1000	800
Nami držané akcie	100	100
Vlastnícky podiel/Hodnota akcií	10% / 1000 USD	12.5% / 1250 USD

Tabuľka 2 : Ilustračný príklad spätného odkupu akcií. Zdroj: Vlastné výpočty na základe fiktívnych údajov

Spätný odkup akcií je v posledných rokoch medzi spoločnosťami veľmi populárny, pretože vytvára dojem, že na tom spoločnosť nemôže prerobiť a zároveň znižovaním celkového množstva obchodovaných akcií zvyšuje hodnotu akcií, ktoré investori vlastnia. Okrem iného má spätný odkup akcií výhodu daňovej úspory, nakoľko sú dividendy vo väčšine krajinách zdaňované pri vyplatení, zato kapitálový výnos zo zhodnotenia držaných akcií za zdaňuje až pri predaji, ktorý nemusí pri vhodnom výbere akcií nikdy nastať, resp. sa odkladá na neskôr.

V praktickom prevedení existujú dve metódy, ako sa takýto buyback uskutočňuje. Prvá metóda je veľmi prirodzená a hneď zrejme, a síce nákup na otvorenom trhu. Takýto nákup sa nijak nelíši od každodenného predaja alebo nákupu všetkých ostatných účastníkov na burzovom trhu. Výhodou tohoto spôsobu je likvidita a rýchlosť uskutočnenia nákupu, nakoľko najmä pri veľkých a zavedených spoločnostiach, ktorých akcie sa denne obchodujú v miliónoch, je mnoho participantov na trhu ochotných predať. Nevýhodou je na druhej strane hlavne pri veľkom dopyte zo strany spoločnosti menej výhodná cena nákupu. Avšak v situácii, kedy sú ceny týchto akcií hlboko pod hodnotou spoločnosti je dostatočný priestor priplatiť prémium za likviditu.

Druhým spôsobom je tender, ktorý spoločnosť vypíše. Náležitou takéhoto tendru je najmä objem akcií, resp. dostupná hotovosť, ktorú chce spoločnosť minúť a rozsah cien, za ktoré je spoločnosť ochotná svoje akcie nakúpiť. Výhodou takéhoto tendru je predom vypísaný rozsah cien, čo vlastne funguje ako istá forma buy-limit orderu. Nevýhodou je nižšia likvidita, nakoľko môže nejaký čas trvať, pokiaľ sa nájde protistranu k takejto transakcii. Tender je výhodný najmä pre menšie objemy akcií alebo pri dlhšom časovom rámci nákupu. Avšak rovnako ako sa dá preplatiť za akcie pri akvizícii, je možné preplatiť aj za vlastné akcie, ak sú v danom momente predražené. Fenoménom predraženosti a hodnoty akcií sa budeme zaoberať v časti kvantitatívnej analýzy a hodnotového modelu.

Druhým, už vyššie spomenutým spôsobom vrátenia peňazí akcionárom sú dividendy. Dividendy sú akcionármi obľubované, pretože ako sa vraví, “cash is king”, teda hotovosť je hmatateľnejšia a istým spôsobom reálnejšia ako spätný odkup akcií, ktorý sa prejaví iba na účtovnom výkaze. Taktiež dáva akcionárom možnosť rozhodnúť sa, či dokúpia viac akcií spoločnosti, investujú inam alebo ju spotrebujú. Za túto možnosť rozhodnúť sa však investori platia, ako je vyššie spomenuté, daňou z týchto dividend. [8]

Je bežné, že management spoločnosti v snahe zachovať alebo získať priazeň akcionárov alebo trhu celého alibisticky vypláti dividendy pri prebytku hotovosti. Alibisticky preto, pretože existuje isté status quo, že ak sa peniaze vrátia vlastníkom, teda akcionárom, vo forme dividend, je to rozhodnutie,

ktoré prinajmenšom neuškodí a je všeobecne úplne v poriadku. Ak však ale spoločnosť má k dispozícii projekty, do ktorých môže investovať a dosiahnuť tak väčší výnos a zväčšovať organickým spôsobom svoj biznis, malo by byť rozhodnutie výplaty dividend pre akcionárov absolútne neprijateľné, nakoľko cieľom akcionárov ako vlastníkov kapitálu by malo byť najvyššie možné zhodnotenie tohto kapitálu. [8, s. 73]

Cieľom tejto kapitoly bolo ukázať rôzne možnosti a prístupy narábania a alokácie prebytočnej hotovosti podniku. V závere by sme chceli zdôrazniť, že ako to už vo svete podnikania býva, neexistuje univerzálne správna možnosť. **Každý z prístupov je správny v určitom momente za určitých okolností** a management podniku by sa mal usilovať o to nájsť a správne identifikovať tú možnosť, ktorá prinesie najvyšší výnos pri čo najnižšej miere rizika. Najbežnejšia z týchto možností, ako sme už vysvetlili, je investícia do projektov a rast spoločnosti, keďže väčšinou prináša najvyšší výnos. Keď už je však spoločnosť príliš veľká a disponuje väčším množstvom hotovosti, ako dokáže použiť, môže sa uchýliť k akvizíciám za predpokladu, že výnos vzhľadom k cene bude nadštandardný. Ak ani také príležitosti na trhu nie sú, ostáva spoločnosti jediné, teda vrátiť peniaze akcionárom. Ak je management schopný kapitál alokovať dlhodobo efektívne, je to jeden z najdôležitejších znakov kompetentného managementu a kvalitnej spoločnosti, ktorú hľadáme. Pred nakúpením akcií by sme túto práve túto efektívnosť posudzovať.

7.2.1.3 Manipulatívnosť managementu

Tento aspekt sa viaže k poctivosti vedenia podniku. Management dokáže akcionárov, teda vlastníkov kapitálu, zavádzať rôznymi spôsobmi. Takému managementu je nutné sa zo zásady vyhnúť, avšak niekedy nemusí byť jednoduché odhaliť či a do akej miery management akcionárov alebo iných stakeholderov zavádza. Prvý spôsob, akým môže management manipulovať svojich akcionárov je účtovníctvo a finančné výkazy. Napriek tomu, že v Spojených štátoch a v Európe existujú záväzná normy účtovania a vykazovania GAAP a IFRS, ktoré dávajú relatívne pevne stanovené postupy ako vykazovať, vždy sa nájdu metódy a subjektívne výklady týchto postupov, ktoré umožňujú nájsť medzery a vykazovať položky finančných výkazov v žiadanom svetle, napríklad vykazovanie vyššieho zisku ako skutočného za cieľom zvýšiť atraktivitu a dopyt po akciách firmy, nakoľko zisk a ukazovateľ P/E vždy boli a naďalej sú pre väčšinu investorov najdôležitejšie ukazovatele.

Ako jeden z príkladov, ako umelo zvýšiť zisk, môžeme uviesť vykazovanie, respektíve nevykazovanie plátov vrcholového managementu vo výsledku hospodárenia spoločnosti. Väčšina akciových spoločností vrcholový management vypláca vo forme základného platu a bonusov na konci roku, ktoré sú vyplácané vo forme opcií na nákup akcií, prípadne je celý plat vyplatený vo forme opcií. Tie platy a bonusy sa pri veľkých akciových spoločnostiach pre vrcholový management pohybujú v miliónoch až v desiatkach miliónov dolárov, čo už tvorí relatívne značnú časť zisku. Nakoľko sú však tieto bonusy a platy vyplatené v opciách, GAAP spoločnosti nezaväzuje túto skutočnosť premietnuť vo výkaze zisku a strát, nakoľko to nie sú náklady spoločnosti, aj keď v skutočnosti nákladmi sú. Vo svojom liste Warren Buffet argumentoval podobne, kde napísal, že by bol rovnaký nezmysel, ak by napríklad v jednej zo spoločností nevykazovali náklady na reklamu iba preto, že boli tieto služby zaplatené vo forme opcií na akcie. [8, s. 288]

Management môže taktiež manipulovať výkazy tým, že položky súvahy, ktoré by mohli byť alarmujúce "skrýva", väčšinou pod položku "iné". Ak je napríklad spoločnosť vysoko zadlžená, dlhodobý dlh môže účtovne vykázať pod položku "iné dlhodobé záväzky" a znížiť tak položku "dlhodobé bankové úvery". Na prvý pohľad by sa teda zdalo, že spoločnosť nemá žiaden úvery a je

takmer bezriziková. Všetky spoločnosti obchodované na burze podliehajú externému auditu, avšak ako sme v minulosti videli v prípade [28] Lehman brothers, nemusí to byť vždy spoľahlivé. Taktiež mnoho z týchto metód nie je de jure nelegálnych, a preto kým sa vykonajú v rámci účtovným noriem, audítorská spoločnosť schváli závierku. Ako investori teda musíme mať trochu skúseností, rozumieť účtovným výkazom a taktiež čítať poznámky pod čiarou vo výročných správach, kde sú často vysvetlené práve podobné diskutabilné spoločnosti. [8, s. 239]

Ďalší spôsob, ako vie management manipulovať akcionárov, je formou zavádzania a zahmlievania v hlavnom komunikačnom kanále, teda výročných správach. V týchto správach management, často sám CEO hodnotí fungovanie spoločnosti v ostatnom roku a plány do budúcnosti. Môže sa stať, že tieto informácie sú podané veľmi zložitým a komplikovaným jazykom. Ako hovorí Warren Buffet *“ak správne nerozumiete, ten kto ju písal nechce aby ste jej rozumeli”*. [8, s. 40] Toto je jeden z varovných signálov, že managementu nevyhovuje kvôli osobným záujmom v plnej miere zdieľať informácie o chode a budúcnosti spoločnosti. Transparentnosť v správach je taktiež jedným z kritérií poctivého managementu podľa Philipa Fishera, ktorý zostavil zoznam 15 otázok, ktoré by sa dali nazvať jeho osobným investičným *“check-listom”*. Jedna z týchto otázok znela práve *„Hovorí management otvorene k investorom keď sa darí, ale naopak zmĺkne keď sa objavia ťažkosti?“* [10, s. 75]

Na záver tejto časti uvedieme poslednú, a podľa jeho vlastných slov najdôležitejšiu, otázku od Philipa Fishera, na ktorú ak odpoveď bola nie, za žiadnych okolností neinvestoval. *“Je management maximálnej a netázateľnej poctivosti a integrity?”* [10, s. 76]

7.2.1.4 výročné správy akcionárom a aktuálne správy

Pri analýze aktuálnej situácie spoločnosti by sme sa do určitej miery mali zamerať aj na čítanie výročných správ týchto spoločností. V závislosti od krajiny by tieto správy mali byť pravidelne zverejňované a popisovať predošlý rok z pohľadu hospodárenia, úspechu projektov, finančných výkazov a rozhodnutí vedenia. V minimálne v Spojených štátoch a v Európe sú práve tieto správy kľúčovým zdrojom informácií k pochopeniu fungovania managementu spoločnosti. Tieto správy sú však pomerne rozsiahle a väčšinou sú minimálne 100 strán dlhé a bežne sú dlhšie ako 200 strán. Prečítať celú výročnú správu by bolo časovo neekonomické, preto sa musíme zamerať na tie najdôležitejšie časti, ako napríklad analýzu rizík a príležitostí, finančné výkazy a komentáre k finančným výkazom.

Čo sa týka dostupnosti týchto správ, štandardne majú spoločnosti webové stránky s odkazom na *“Investor relations”* kde nájdeme výročné správy za posledných niekoľko rokov. Okrem toho sú výročné správy všetkých amerických akciových spoločností obchodovateľných na burze dostupné na stránke Úradu na dohľad nad akciovými trhmi <https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>.

Ďalej sú dobrým zdrojom na posúdenie situácie správy z akciových trhov, napríklad spravodajská služba CNBC. Avšak sledovaním správ nemáme namysli aktuálnu zmenu ceny alebo iné krátkodobé faktory, ale fundamentálne aspekty podnikania spoločnosti ako nadchádzajúce akvizície alebo odpredaj firiem, zmenu vedenia, prípadné škandály, ktoré by mohli *dlhodobo* narušiť fungovanie spoločnosti a podobne.

7.2.2 Konkurenčné výhody: “Moats”

“Moats”, teda z angličtiny “priekopy”, je koncept, ktorý definoval Warren Buffet a je preň veľmi často citovaný. Tento koncept je pomerne jednoduchý, no k úspechu spoločnosti a teda našej investície absolútne kľúčový. W. Buffet spoločnosti prirovnal k stredovekým hradom, ktoré okolo hradieb mali postavené ochranné priekopy. Čím bol priekop hlbší a širší, tým bol hrad dlhšie a lepšie chránený-naopak, ak nemal žiaden priekop, bol veľmi ľahko dobytelný. V reálnom konkurenčnom boji sú tieto priekopy konkurenčné výhody, ktoré chránia spoločnosť a jej lepšie marže a zisky pred útokmi konkurencie, ktorá sa ich snaží dobyť. [12, s. 189]

Tieto “moats” majú v realite mnoho foriem a podôb, ktoré nižšie popíšeme. Spoločnosť môže mať buď iba jednu alebo viacero. Pri týchto výhodách počet nie je tak dôležitý, ako sila jednotlivých priekopov, t.j. jeden skutočne silný môže byť lepší ako viacero slabých.

- značka: prvým typom istého priekopu ako konkurenčnej výhody je samozrejme značka. Značka na istom produkte, môže byť v závislosti od daného produktu symbolom prestíže, kvality, odlíšenia sa, štýlu a podobne. Spotrebitelia nakupujú značkové produkty, pretože tým okrem iného vyjadrujú seba, vyjadrujú príslušnosť k nejakej skupine a taktiež sa tiahnu k známemu a bezpečnému. Takéto spotrebiteľské správanie je hlboko zakorenené v ľudskej psychike a zaoberajú sa tým mnohé publikácie. Nám pre účely tejto práce bude stačiť, ak budeme z týchto poznatkov čerpať. Silné značky si teda môžu účtovať vyššie, prémiové ceny bez straty zákazníkov. Typickým príkladom je napríklad spoločnosť NIKE, ktorá má dominantný tržný podiel a dosahuje vysokého zhodnotenia kapitálu aj ziskovosť, napriek vyšším cenám produktov pri porovnateľnej kvalite s produktami konkurencie. Rovnako tak silnou značkou disponuje The Coca-Cola Company, Inc., ktorá počas slávnej “Cola War” vyšla v náhodnom teste chuti Coca-Cola versus Pepsi ako menej chutná, napriek tomu už desaťročia Coca-Cola dominuje americký trh sýtených nápojov. Značka je teda výborný priekop, pretože slúži ako skvelý spôsob diferenciacie a je ťažko napodobiteľná. [13] [12, s. 295]
- transferové náklady: ak má nejaký produkt s aspoň uspokojivou kvalitou vysoké finančné aj časové transferové náklady, slúži to ako istá ochrana pred zmenou dodávateľa produktu. Typickým príkladom je spoločnosť Microsoft, Inc., ktorá dodáva svoj operačný software do domácností a firiem. Operačný software Windows už je po roky takmer neodlučiteľne zviazaný so slovom počítač. Pre domácnosti zvyknuté na tento operačný systém, ale najmä pre firmy, ktoré majú stovky počítačov, serverov a iných zariadení fungujúcich na týchto operačných systémoch, by bolo finančne aj časovo extrémne náročné vymeniť, zaškoliť, počas toho odstaviť prevádzku a tak ďalej, tieto operačné systémy. Preto sa radšej rozhodnú ponechať si v tomto prípade Windows. Výsledok je jasný-na trhu dominuje Windows, okrem toho jediný silnejší konkurent je iOS. Vidíme, že transferové náklady môžu pôsobiť ako extrémne silný ochranný priekop a prakticky zničiť konkurenciu. [12, s. 290]
- networking-effect čiže efekt sieťovania je, najmä v dnešnej dobe informačných technológií, veľmi silný priekop. Dokonalým príkladom je napríklad najsilnejšia sociálna sieť Facebook. Pre užívateľov je základom používateľského zážitku sociálny kontakt so známymi, takže môžeme predpokladať, že čím viac známych má užívateľ v spojení, tým je jeho úžitok vyšší.

Facebook ma momentálne 2,6 miliardy používateľov [29] a pre konkurenciu je veľmi náročné zabráť tržný podiel, pretože ak by sa jeden používateľ rozhodol prejsť ku konkurenčnej, hoci aj omnoho kvalitnejšej sociálnej sieti, musel by presvedčiť mnoho svojich známych, aby prešli tiež.. Tí by však tiež museli osloviť svoj okruh svojich známych a tak ďalej. Ďalší príklad networking-effect môžeme vidieť opäť u spoločnosti Microsoft. Väčšina vývojárov software, ako účtovné, logistické, designárske alebo predajné software sú programované na operačný software Windows. Aby mohli zamestnanci vo firmách používať rôzne software, firmy sú doslova nútené používať tento operačný systém. Tým sa vďaka networking-effectu dostávame do akéhosi začarovaného kruhu “väčšina počítačov funguje na Windows-vývojári programujú software na Windows-väčšina programov funguje iba na Windows-väčšina počítačov ostane pri Windows”

- patenty-patenty a ochranné známky môžu taktiež slúžiť ako ochranné priekopy. Ich význam je zjavný: napríklad technologický patent na výrobu nejakého produktu môže výrazne znížiť náklady na výrobu alebo môže firma vlastniť patent na výrobu produktu, ktorý ma spotrebiteľom žiadané vlastnosti a iné produkty ho nemajú. V prípade ochranných známok môže ísť o značku alebo autorské práva na diela, ako napríklad u spoločnosti Disney, Inc., teda výhradného vlastníka postáv z rozprávok. Problémom u patentov je, že trvajú iba obmedzenú dobu a časom môžu byť napodobené, prípadne zastaralé. [10, s. 72]
- veľkosť-veľkosť firmy môže pôsobiť ako ochranný priekop dvojako: v prvom rade z hľadiska úspor z rozsahu a v druhom rade vo vyjednávacíj sile. Veľká, technologicky ťažká spoločnosť s väčšinou výroby automatizovanou bude dosahovať podstatne nižších nákladov ako firma, ktorá má vyšší podiel variabilných nákladov. Táto väčšia firma môže ľahko konkurovať nižšou cenou a vyššími ziskami. Z pohľadu vyjednávacíj sily má veľká firma taktiež výhodu a je schopná si vyjednať lepšie podmienky. [12, s. 268]
- odvetvie-o odvetví sme už pojednávali vyššie v práci, teraz sa naň však pozrieme ako faktor konkurenčnej výhody. Odvetvia s vyššími bariérami vstupu alebo technologicky náročné odvetvia čelia v zásade omnoho menšej konkurencii ako odvetvia s nízkymi bariérami vstupu. Preto napríklad americký ropný gigant Exxon Mobil sa nepotrebuje spoliehať na značku, ale môže sa spoľahnúť na dolárovo miliardové bariéry vstupu pre potenciálnych konkurentov. [12, s. 270]

7.2.3 Produkty firmy

Kľúčovou súčasťou kvalitatívnej analýzy firmy je analýza samotných produktov pohľadu ich technologickej náročnosti a inovácií, business modelu a akosti. Pochopenie týchto aspektov je pre hodnotového investora obzvlášť dôležité, pretože hodnotu investícií odvodzujeme od budúcich finančných tokov, ktoré by v čase mali rásť, no a tieto finančné toky a ich rast priamo závisí práve na produktoch a business modele spoločnosti. Ak nie sme schopní odhadnúť, ktorým smerom sa budú tieto produkty uberať, resp. ako bude firma schopná vytvárať finančné toky, odhad hodnoty bude skreslený, čo pre nás môže mať fatálne následky. Viac túto problematiku budeme rozoberať v kvantitatívnej analýze tejto práce pri odhade súčasnej hodnoty spoločnosti.

Okrem iného kvalitatívna analýza produktov firmy úzko súvisí s kruhom kompetencií, o ktorom sme pojednávali vyššie. Ak vopred vylúčime firmy so zložitým business modelom, uľahčíme si tým prácu v tejto časti. [10, s. 47]

8 Kvantitatívna analýza

Kvantitatívna analýza, ako je z názvu zrejmé, pracuje s číselnými údajmi, interpretuje ich a dáva nám obraz o fungovaní spoločnosti cez jej finančné výkazy. Táto analýza je rovnako dôležitá ako kvalitatívna, pretože kvantitatívna časť nám hovorí o minulom hospodárení spoločnosti a kvalitatívna nám pomáha odhadnúť, ako sa približne bude spoločnosť vyvíjať v budúcnosti. Spolu teda vytvárajú jeden celok na základe ktorého sa neskôr budeme ako investori rozhodovať. Kvantitatívna analýza vychádza najmä z odboru finančnej analýzy a ekonomiky podniku a v istej miere zo znalostí financií podniku. Celú kvantitatívnu analýzu rozdelíme na päť častí, každej sa budeme v nasledujúcich kapitolách osobitne venovať [11] [14]

- analýza finančného zdravia podniku
- analýza aktivity podniku
- analýza rentability
- iné ukazovatele
- odhad vnútornej hodnoty podniku

Na všetky tieto kapitoly budeme potrebovať informácie z finančných výkazov spoločnosti, teda súvahu, výkaz zisku a strát a výkaz cash-flow a taktiež informácie o aktuálnej a historickej cene akcií vybranej spoločnosti, ktoré môžeme získať zo stránok ako Morningstar alebo Reuters.

8.1 Analýza finančného zdravia podniku

Dôkladná analýza finančného zdravia je absolútne kľúčová k zodpovednému prístupu pri hodnotovom investovaní. Najväčšie riziko pre investorov spočíva v takzvanej trvalej strate kapitálu, t.j. ak sa akcie podniku dostanú blízko k nule alebo firma vstúpi do likvidácie. Najčastejšie sa tak deje z dôvodu dlhodobej platobnej neschopnosti, resp. neschopnosti uspokojiť pohľadávky voči veriteľom. Týmito veriteľmi sú najčastejšie partneri z obchodných vzťahov, komerčné banky a vlastníci dlhopisov, preto budeme cez súvahu a výkaz cash-flow skúmať finančné zdravie. Taktiež sa nebudeme pozerat' staticky iba posledný rok, ale na vývoj týchto hodnôt v posledných rokoch.

8.1.1 Zadlženosť

Zadlženosť je spravidla prvý ukazovateľ, ktorý skúmame, pretože príliš vysoký dlh je najčastejšou príčinou platobnej neschopnosti. Pod pojmom zadlženosť myslíme pomer celkového dlhodobého dlhu k vlastnému kapitálu. V anglickej literatúre sa tento ukazovateľ nazýva "debt-to-equity" alebo jednoducho D/E. Vzorec vyzerá nasledovne:

$$D/E = \frac{\text{celkový dlhodobý dlh}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Rovnica 1: Zadlženosť [11, s. 42]

Každá krajina a odvetvie má svoje špecifiká ako aj štandardné miery zadlženosti. Warren Buffet odporúča, aby tento pomer nepresiahol hodnotu 0.5, resp. dlhodobý dlh by nemal byť viac ako 50%

vlastného kapitálu. [11, s. 43] Hodnota 0.5 je pomerne konzervatívna, avšak neznamená to, že podniky, ktoré dosahujú hodnoty vyšších sú automaticky diskvalifikované ako potenciálne investície.

8.1.2 Celková zadlženosť

Niekedy podniky účtovne vykazujú dlh na iných účtoch ako na účte celkového dlhodobého dlhu alebo ich zadlženosť nespočíva v úveroch od bánk alebo vydaných dlhopisoch, ale vo vysokých záväzkoch z obchodných vzťahov. Pri neúnosnej miere týchto záväzkov sa môže spoločnosť dostať do platobnej neschopnosti rovnako ako pri neschopnosti splácať úroky z úveru. Celkovú zadlženosť teda budeme skúmať ako podiel celkových cudzích zdrojov voči aktívam. Vzorec vyzerá nasledovne:

$$\text{celková zadlženosť} = \frac{\text{cudzíe zdroje}}{\text{aktíva}}$$

Rovnica 2: Celková zadlženosť [14, s. 64]

8.1.3 Úrokové krytie

Úrokové krytie je veľmi užitočný ukazovateľ, ktorým zisťujeme, koľkokrát je prevádzkový výsledok hospodárenia, čiže EBIT, vyšší ako nákladové úroky. Čím vyšší tento násobok je, tým väčšia je rezerva na pokrytie týchto úrokov. Vzorec na výpočet je nasledovný:

$$\text{úrokové krytie} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

Rovnica 3: Úrokové krytie [14, s. 65]

Ideálne hodnoty sú trojnásobok a viac [14, s. 65]. Pri stabilnejších spoločnostiach, ktorým sa zisk vyvíja rovnomerným tempom nám budú postačovať aj nižšie hodnoty, naopak pri spoločnostiach, ktoré sú napríklad mladšie a majú väčšiu volatilitu tržieb a ziskov budeme požadovať vyššie násobky. Tento ukazovateľ je rovnako dôležitý ako ukazovateľ D/E z jedného dôvodu, a síce že súvaha je statická a dlhodobý dlh sa vyказuje akumulovane. To znamená, že nepoznáme štruktúru všetkých dlhodobých dlhov a nevieme úplne presne posúdiť, kedy sú splatné, aké úroky v akých intervaloch z nich vyplývajú a podobne. Taktiež splátky istiny býva veľmi často pri takýchto veľkých spoločnostiach formou en bloc a je prekrytá ďalším dlhom, nakoľko cena takého úveru, teda úroky, sú často nižšie ako hodnota, ktorú spoločnosti dokážu poskytnutým kapitálom vytvoriť.

Tým chceme povedať, že v danom roku, aj pri vyšších hodnotách D/E, nevieme určiť, či môže nastať platobná neschopnosť z dôvodu neschopnosti splatiť istinu, ak sú dlhodobé dlhy a ich splatnosti rozťahnuté na 20 alebo 30 rokov. Práve na to je dôležitý ukazovateľ úrokového krytia, ktorý je dynamický a zachycuje situáciu v danom roku a hovorí nám, či by pri výpadku tržieb mohla nastať platobná neschopnosť z dôvodu neschopnosti platenia úrokov.

8.2 Analýza likvidity

Likvidita označuje schopnosť podniku hrať svoje záväzky. Túto schopnosť podniku vieme štandardne vyjadriť ako pomer aktív, ktorými je záväzky schopná platiť a záväzky, ktoré majú byť platené. Keďže existuje viacero tried aktív s rôznym stupňom likvidity a viacero typov záväzkov z pohľadu ich splatnosti, vieme likviditu rozdeliť na krátkodobú a dlhodobú. V tejto analýze budeme používať tri základné ukazovatele likvidity-okamžitú, bežnú a pohotovostnú likviditu.

8.2.1 okamžitá likvidita

Taktiež označovaná ako likvidita prvého stupňa alebo cash ratio. Okamžitá likvidita predstavuje najužšie využitie likvidity. Vzorec je nasledujúci:

$$OL = \frac{\text{pohotov\text{e} platobn\text{e} prostriedky}}{\text{dlhy s okam\text{z}itou splatnos\text{t}ou}}$$

Rovnica 4: Okamžitá likvidita [14, s. 55]

Tento ukazovateľ nám teda hovorí, či je spoločnosť schopná hraďiť záväzky po splatnosti alebo záväzky splatné v deň, kedy počítame tento ukazovateľ. Odporúčaná hodnota je medzi 0.9-1.1. [14, s. 56]

8.2.2 pohotovostná likvidita.

Označovaná ako likvidita druhého stupňa alebo acid test/quick ratio. Vyjadruje schopnosť podniku hraďiť krátkodobé dlhy časovo príslušnými aktívami. Odporúčaná hodnota sa pohybuje medzi 1-1.5 v závislosti od podniku a odvetvia, v ktorom podniká. [14, s. 56] Vzorec pre výpočet je nasledujúci:

$$PL = \frac{\text{obe\text{z}n\text{e} akt\text{i}va - z\text{asoby}}}{\text{kr\text{a}tkodob\text{e} dlhy}}$$

Rovnica 5: Pohotovostná likvidita [14, s. 55]

8.2.3 bežná likvidita

Likvidita tretieho stupňa alebo current ratio. Je pomerom všetkých obežných aktív voči krátkodobým záväzkom. Je to likvidita počas bežného účtovného obdobia a vyjadruje schopnosť krátkodobými aktívami hraďiť krátkodobé záväzky, kedy sa predpokladá, že obežné aktíva ako materiál, polotovary a podobne bude pretvorené na výrobky, ktoré bude predané a teda nastane inkaso hotovosti na krytie záväzkov. Odporúčaná hodnota je medzi 1.5-2.1. [14, s. 56] Vzorec pre výpočet je nasledujúci:

$$BL = \frac{\text{obe\text{z}n\text{e} akt\text{i}va}}{\text{kr\text{a}tkodob\text{e} z\text{a}v\text{a}zky}}$$

Rovnica 6: Bežná likvidita [14, s. 55]

8.3 Analýza aktivity podniku

Analýza aktivity nám ukáže, ako podnik hospodári so svojimi aktívami. Sú nepriamo prepojené ako s likviditou tak aj s výnosnosťou podniku. Merajú rýchlosť, akou sa aktíva ako celok obrátia počas účtovného roku. Taktiež môžeme týmto spôsobom skúmať jednotlivé položky aktív alebo pasív, čo je veľmi dôležité napríklad pri sledovaní a vzájomnom porovnaní doby obrátov pohľadávok a záväzkov.

Aktivitu môžeme skúmať dvojako-buď obratovosťou, ktorá vyjadruje koľkokrát sa daná položka za účtovné obdobie obráti, alebo dobu obratu, ktorá vyjadruje, koľko dní trvá, kým sa daná položka obráti. My budeme pre prehľadnosť používať dobu obratu, pre ktorej platí vzorec:

$$\text{doba obratu položky } X(\text{v d\text{n}och}) = \frac{\text{polo\text{z}ka } X}{\text{tr\text{z}by}} \times 365$$

Rovnica 7: Doba obratu položky [11, s. 198]

Je na každom zvlášť, aké položky zo súvahy sa rozhodne sledovať z pohľadu aktivity. My budeme v dňoch vzájomne porovnávať dobu obratu pohľadávok a záväzkov, nakoľko je žiadané, aby pohľadávky boli inkasované skôr, ako sú platené záväzky a bol tak vytvorený rýchlejší príjem ako výdaj peňažných prostriedkov, a bude nás taktiež zaujímať doba obratu zásob a tým budeme skúmať, ako rýchlo dokáže firma vyskladňovať svoje výrobky a či nevyrába “na sklad” a nezvyšuje tak náklady na skladovanie.

8.4 Analýza rentability

8.4.1 ROE

ROE, skrátene pre return on equity, čiže návratnosť vlastného kapitálu je jednoznačne najpoužívanejší ukazovateľ rentability. Vlastníci kapitálu ním skúmajú, koľko čistého zisku im v danom roku firma prinesie “naspät”. Vzorec pre výpočet je teda nasledovný:

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastný kapitál}}$$

Rovnica 8: Návratnosť vlastného kapitálu [14, s. 60]

Najbežnejšie sa táto metrika uvádza v percentuálnom vyjadrení. Ideálne hodnoty sa opäť líšia od odvetvia k odvetviu a najmä podniku k podniku. U mladších podnikov, ktoré sú v rastovej fáze a vykazujú nižšie, prípadne žiadne čisté zisky, je pochopiteľné, že ukazovateľ ROE bude na veľmi nízkych hodnotách. Naopak u starších, dobre ustálených podnikoch, ktoré majú vybudovanú infraštruktúru a investujú pomerne málo, budeme čakať vyššie hodnoty. Okrem iného nám ROE, spolu s ukazovateľom ROIC, ktorý popíšeme neskôr hovorí, ako dobre dokáže management alokovať kapitál a zhodnocovať ho. Toto pozorovanie je pre nás ako hodnotových investoroch absolútne kľúčové. [1]

Niekedy sa môže stať, že ukazovateľ ROE dosiahne neštandardne vysokých hodnôt, 50%, 80% alebo aj cez 100%. To môže znamenať dve veci: buď je firma hyper-efektívna a takpovediac našla “svätý grál” podnikania a dokáže generovať extrémne vysoké zisky v pomere k vlastnému kapitálu, alebo má firma veľmi agresívnu štruktúru kapitálu a väčšinu pasív tvoria cudzie zdroje, ktorými je financovaná väčšina aktív. Vtedy sú tieto aktíva schopné produkovať vysoké zisky v pomere k vlastnému kapitálu, čo sa javí atraktívne, no druhá strana mince je, že táto vysoká zadlženosť zvyšuje finančné riziko podniku. Tento prípad je samozrejme bežnejší a bežne sa s ním stretávame, ak je celková zadlženosť firmy vyššia ako 0.7, t.j. 70% aktív je financovaných cudzími zdrojmi. Vtedy je ukazovateľ ROE značne skreslený a na posúdenie efektivity a rentability použijeme ukazovateľ ROA, ktorý popíšeme nižšie. [11]

8.4.2 ROA

Ako sme teda naznačili vyššie, ukazovateľ ROA je vhodným doplnkovým ukazovateľom k ROE. Skratka značí return on assets, teda návratnosť k aktívam a pri vysokej zadlženosti podniku, kedy je ROE skreslený, nám odhalí, aký pomer čistého zisku dokáže firma svojimi aktívami vytvoriť. Toto samozrejme môžeme použiť aj pri podnikoch so štandardnou mierou zadlženosti. Ideálne hodnoty sú nad 6% a vzorec pre výpočet je nasledovný:

$$ROA = \frac{EAT}{\text{celkové aktíva}}$$

Rovnica 9 Návratnosť aktív [14, s. 59]

8.4.3 ROS

ROS, čiže return on sales, v preklade návratnosť k tržbám, nám ukazuje, koľko percent z tržieb tvorí čistý zisk. Ukazovateľ je teda analogický s čistou ziskovou maržou a je vhodnou metrikou na posúdenie efektivity hospodárenia podniku. Ideálne hodnoty sa môžu veľmi líšiť od odvetvia k odvetviu, ako sme už v predošlých kapitáloch popisovali a je preto potrebné hodnoty daného podniku porovnávať s odvetvovým priemerom. Vzorec pre výpočet je ako pri predošlých ukazovateľ obdobný:

$$ROS = \frac{EAT}{tržby}$$

Rovnica 10 Návratnosť tržieb [14]

8.4.4 ROIC [15, s. 839]

Nakoniec sa dostávame k pre nás absolútne najdôležitejšiemu ukazovateľu návratnosti z pohľadu cieľov tejto práce. Za primárny cieľ práce sme si určili investovať do takých podnikov, ktoré sú vedené takým managementom, ktorý **alokáciou kapitálu hodnotu vytvára**. V časti kvalitatívnej analýze sme popisali, ako management môžu narábať s prebytočnou hotovosťou a prečo je to kľúčové. Taktiež sme viackrát zmenili a parafrázovali veľikánov hodnotového investovania, že hľadáme práve také podniky, ktoré hodnotu vytvárajú.

No a práve tento ukazovateľ nám pomôže tento aspekt posúdiť. ROIC, teda return on invested capital, v preklade návratnosť k investovanému kapitálu spolu s porovnaním s priemerným nákladom kapitálu vyjadruje presne to, čo nás zaujíma-dokáže management hodnotu vytvoriť pomocou investovaného kapitálu?

Vzorec na výpočet je mierne komplikovanejší ako pri predošlých ukazovateľov a je nasledovný:

$$ROIC = \frac{EBIT \times (1 - daňová\ sadzba)}{celkový\ kapitál}$$

Rovnica 11: Návratnosť investovaného kapitálu [15, s. 839]

V čitateli sa nachádza tzv. NOPAT, čiže „net operating profit after tax“, ktorý sme už v čitateli výpočtom vyjadrili. Je to vlastne čistý zisk spoločnosti bez zahrnutí nákladových úrokov. Tie sú vyňaté z výpočtu preto, pretože skúmame, aký veľký zisk podnik kapitálom dokáže vytvoriť bez ohľadu na náklad tohoto kapitálu.

Aby sme vedeli posúdiť, či tento vytvorený zisk, resp. návratnosť vlastného kapitálu je dostatočná, porovnáme ho s nákladom daného kapitálu. Ak bude ROIC väčšie ako náklad kapitálu, znamená to, že podnik hodnotu **vytvára, ak nižší, tak ju deštruuje**. [30] Kapitál je v podniku dvojaký, vlastný a cudzí a každý má svoju priemernú nákladovosť. Ak vypočítame vážený priemer nákladov kapitálu, dostaneme tak ukazovateľ **WACC**, oproti ktorému budeme ROIC porovnávať. Poďme teda matematicky vyjadriť celú túto tézu:

$$\begin{aligned} ROIC > WACC &\Rightarrow \text{hodnota sa vytvára} \\ ROIC < WACC &\Rightarrow \text{hodnota sa deštruuje} \end{aligned}$$

Ostáva nám teda už jediné, a teda zistiť WACC pre daný podnik. Všeobecný vzorec pre WACC je nasledovný:

$$WACC = i(1 - T) \times \frac{CK}{K} + r \times \frac{VK}{K}$$

Rovnica 12: Vážený priemer nákladu kapitálu [14, s. 50]

Pričom “*i*” je priemerná úroková miera cudzieho kapitálu, “1-T” vyjadruje daňový štít, CK/K podiel cudzieho kapitálu k celkovému, “*r*” je náklad vlastného kapitálu a VK/K je podiel vlastného kapitálu k celkovému.

Zatiaľ čo podiel vlastného a cudzieho kapitálu k celkovému vieme vypočítať pomerne rýchlo, náklady vlastného kapitálu a priemerná úroková miera cudzieho kapitálu sú pomerne zdĺhavé a komplikované výpočty a informácie sa zle dohľadávajú. Našťastie môžeme použiť online nástroj, ktorý nám pre zvolenú spoločnosť vypočíta WACC automaticky. Tento nástroj nájdeme na stránke GuruFocus.Com na url adrese napríklad pre spoločnosť NIKE, Inc. <https://www.gurufocus.com/term/wacc/nke/WACC-Percentage>

Zobrazenú hodnotu už iba naniesieme do tabuľky a porovnáme s vypočítaným ROIC a určíme, či podnik hodnotu vytvára alebo naopak.

8.5 Iné ukazovatele

Posledná kategória ukazovateľ nespadá do žiadnej z predošlých, rozhodli sme sa preto vytvoriť kategóriu “iných ukazovateľov”. Sú to veľmi jednoduché metriky, ktoré ale dopĺňujú celkový prehľad o vývoji a hospodárení podniku.

8.5.1 rast tržieb “top-line growth”

“Top-line growth” alebo teda rast tržieb je veľmi dôležitým ukazovateľom najmä pri väčších (\$10+ miliárd) podnikoch, nakoľko indikuje, či tržby a teda celý business rastie. V predošlých kapitolách sme vysvetlili, prečo je to dôležité a že rast a vývoj podniku je súčasťou hodnoty. Výpočet je veľmi jednoduchý a je to priemer jednotlivých rastových hodnôt medzi jednotlivými rokmi. Vzorec pre výpočet je nasledovný:

$$\text{Priemerný rast tržieb} = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n ri$$

Rovnica 13: Priemerný rast tržieb

Pričom N je počet sledovaných období a “*r*” je medziročný rast tržieb v percentuálnom vyjadrení.

Opäť ani tu neexistuje skalopevné pravidlo, aké hodnoty sú ideálne. Pri mladých, malých alebo stredných podnikoch to môžu byť hodnoty v stovkách percent, pri veľkých, zreloch podnikoch sme radi ako vidíme 1-2% percentuálny rast tržieb, preto posúdenie týchto hodnôt je veľmi individuálne.

8.5.2 rast čistého zisku “bottom-line growth”

“Bottom-line growth” teda rast čistého zisku ide takmer vždy ruka v ruke s predošlým ukazovateľom rastu tržieb. Je to taktiež kvantitatívne vyjadrenie našej tézy, že rast je súčasťou hodnoty a chceme teda vyhľadávať podniky, ktoré nestagnujú ale stále rastú. Pri raste tržieb by sme chceli vidieť minimálne rovnaký priemerný rast zisku za zvolené obdobie, zisk by teda mal rásť priamo úmerne s tržbami. Opäť je to ale len hrubý benchmark a je veľmi dôležité tento ukazovateľ posudzovať vo vzťahu k ostatným skutočnostiam podniku ako vek alebo veľkosť podniku.

Vzorec na výpočet je identický ako pri predošlom ukazovateľovi rastu tržieb, zameníme iba hodnoty tržieb za zisk.

8.5.3 FCF/Sales

Tento ukazovateľ je veľmi podobný ukazovateľu ROS a vyjadruje, koľko percent z tržieb bude tvoriť voľné cash-flow (FCF=free cash flow) namiesto čistého zisku ako pri ROS. Voľné cash-flow, ako budeme pojednávať v nasledujúcej kapitole, budeme používať pri odhade súčasnej hodnoty podniku a budeme taktiež robiť projekciu budúcich voľných cash-flows. Tie všetky vychádzajú z cash-flow v ostatnom roku a tento ukazovateľ nám hovorí, či je jeho výška dostatočná. Vzorec na výpočet je nasledovný:

$$FCF - to - sales\ ratio = \frac{FCF}{tržby}$$

Rovnica 14: Pomer voľného cash-flow k tržbám [11, s. 227]

Opäť existuje viacero interpretácií a odporúčaní o ideálnych hodnotách a pri tomto ukazovateli nemusia byť dokonca ani záporné hodnoty nutne negatívne, nakoľko to môže znamenať veľké investície zo strany podniku. My sa však budeme držať hranice 5% ako istého minima. [11, s. 227]

8.5.4 RAST FCF/SHARE

V nasledujúcej kapitole uvidíme a vysvetlíme význam cash-flow a jeho rast. Budeme preto aj počítať priemerný medziročný rast voľného cash-flow na akciu, aby sme mali oporný bod k odhadu rastu tejto veličiny.

$$Priemerný\ rast\ FCF/share = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n ri$$

Rovnica 15: Priemerný rast voľné cash-flow na akciu

Pričom N je počet sledovaných období a “r” je medziročný rast FCF/share v percentuálnom vyjadrení.

8.6 Odhad vnútornej hodnoty podniku [11, s. 86]

Kľúčová časť nášho investičného procesu je samotné odhadnutie vnútornej hodnoty podniku. Ako sme písali na začiatku práce, hodnotové investovanie by sa dalo definovať ako kupovanie kvalitných spoločností za cenu, ktorá je trhom stanovená *pod* jej vnútornou hodnotou. Taktiež sme pojednali o tom, že zatiaľ čo o cene nemáme pochyb, o vnútornej hodnote podniku nevieme nič. Práve tým sa budeme zaoberať v tejto časti práce-odhadnúť vnútornú hodnotu a určiť, či vôbec a ako veľmi sa nachádza nad tržnou cenou. [1]

Modelov na odhadnutie vnútornej hodnoty podniku je viacero a každý má svoje výhody a nevýhody. V kapitole o hodnotovom investovaní sme pojednávali, že súčasná hodnota závisí na voľných cash-flows. Podľa Burra Williamsa je *hodnota akéhokoľvek aktíva, dlhopisu alebo firmy závislá na peňažných príjmoch a výdajoch (voľné cash-flow)-diskontované vhodnou úrokovou mierou-ktoré môžu byť očakávané do konca životnosti aktíva*. [8, s. 113]

Preto sa budeme aj v tejto práci držať tejto definície a použijeme model, ktorý pracuje s faktormi z tejto definície, a síce DCF model, čiže model diskontovaného cash-flow.

8.6.1 DCF Model

Model DCF, tak ako každý iný, má svoje výhody aj nevýhody. V tejto podkapitole najprv ukážeme, ako sa s týmto modelom pracuje, aké sa doň zadávajú vstupy a následne vysvetlíme jeho výhody a nevýhody.

Vzorec DCF modelu

$$IV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_n}{(1 + DR)^n}$$

Rovnica 16: Výpočet súčasnej hodnoty [11, s. 82]

Tento vzorec je veľmi elegantný a vystihuje podstatu definície na výpočet súčasnej, vnútornej hodnoty (IV-intrinsic value) akéhokoľvek aktíva-je to suma všetkých finančných tokov, čiže cash-flows až do konca životnosti aktíva diskontovaných vhodnou diskontnou mierou. Tento matematicky sofistikovaný vzorec vieme dobre využiť pri odhadne súčasnej hodnoty aktív ako napríklad dlhopisov, kedy poznáme kupón, či už je fixný alebo variabilný. Problém však nastáva pri aktívach ako akcie, ktoré majú neobmedzenú životnosť a cash-flows sú perpetuitné.

Ako sme vysvetlili v predošlých kapitolách, ideálne držba hodnotovej investície je navždy, v praxi pokojne aj na desiatky rokov. Keďže sčítavať diskontované cash-flows doslova do nekonečna je manuálne prácne a nepohodlné, vzorec musíme upraviť a rozdeliť ho na dve časti, teda na obmedzenú životnosť a perpetuitu.

Druhou komplikáciou je, že zatiaľ čo pri dlhopisoch je často kupón známy vopred, pri akciách cash-flows poznáme naopak len spätne z historických účtovných výkazov. Mohli by sme použiť fixné cash-flow napríklad z ostatného roku, no tým by sa akcia akosi diskvalifikovala na hodnotovú investíciu, nakoľko sme vysvetlili, prečo chceme vidieť v podniku rast, a teda aj rast hodnoty. Ak podnik historicky stabilne rastie, tento rast musíme nejako zohľadniť do výpočtu hodnoty. Teraz si teda ukážeme, ako obi dva problémy vyriešime upraveným DCF modelom.

8.6.2 odhad voľného cash-flow a perpetuity

Ako sme teda naznačili, musíme započítať rast podniku a teda aj jeho voľné cash-flow do nášho výpočtu. Matematicky to vyjadríme ako:

$$CF_n = BYCF \times (1 + g)^n$$

Rovnica 17: Odhad cash-flow v roku "n"

kde cash-flow daného roku "n" dostaneme, ak vynásobíme východiskové cash-flow roku nula (BYCF) rastovou mierou (1+g) umocnenou na rok "n". S týmto vzorcom vieme vytvoriť tabuľku voľných cash-flows na 10 rokov a ich súčet za predpokladu, že rastová miera je 6% ročne a cash-flow v roku nula (BYCF) je \$1000.

rastová miera g	6,00%											
-----------------	-------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

CF0	CF1	CF2	CF3	CF4	CF5	CF6	CF7	CF8	CF9	CF10	Suma
1000	1060	1124	1191	1262	1338	1419	1504	1594	1689	1791	13972

Tabuľka 3: Odhad cash-flows v rokoch 0 až 10. Zdroj: Vlastné výpočty na základe fiktívnych číselných údajov.

V tabuľke vidíme znázornený odhad finančných tokov v jednotlivých rokoch od roku nula po zahrnutí rastu do výpočtu. Aby sme mohli odhadnúť súčasnú hodnotu týchto tokov, musíme ich diskontovať vhodnou diskontnou mierou a jednotlivé cash-flows vynásobiť diskontným faktorom

$$\frac{1}{(1+DR)^n}$$

Rovnica 18: Výpočet diskontného faktoru

Cash-flows teda upravíme o diskontný faktor a výsledné hodnoty zobrazíme v tabuľke. Za diskontný faktor pre tento výpočet zvolíme 4%.

rastová miera g	6,00%										
CF0	CF1	CF2	CF3	CF4	CF5	CF6	CF7	CF8	CF9	CF10	Suma
1000	1060	1124	1191	1262	1338	1419	1504	1594	1689	1791	13972
DR	4,00%										
DCF	1019	1039	1059	1079	1100	1121	1143	1165	1187	1210	\$11 121

Tabuľka 4: Suma diskontovaných cash-flows. Zdroj: Vlastné výpočty na základe fiktívnych číselných údajov.

V poslednom riadku a stĺpci tabuľky je suma všetkých diskontovaných cash-flows za 10 rokov, inak povedané, ak by cash-flow v roku nula bolo \$1000 a predpokladali sme rast 6% ročne, pri diskontnej miere by bola súčasná hodnota \$11121. My však vieme, že v tomto prípade akcie bude mať dlhšiu životnosť ako 10 rokov (za predpokladu, že sa nevyskytnú neočakávané udalosti ako bankrot alebo zmena právnej formy) a musíme teda dopočítať hodnotu všetkých finančných tokov za hranicu 10 rokov až do perpetuity a následne túto hodnotu diskontovať. Na to nám slúži tento vzorec:

$$DCF_{perpetuity} = \frac{BYCF \times (1 + g)^{11} \times (1 + l)}{DR - l} \times \frac{1}{(1 + DR)^{11}}$$

Rovnica 19: Odhad cash-flow v perpetuite [11, s. 87]

Na prvý pohľad pomerne komplikovaný vzorec, no v skutočnosti sme už niektoré jeho časti použili v predošlých výpočtoch. V čitateli vlastne násobíme cash-flow roku nula krátkodobou rastovou mierou do roku 11, čiže rok za hranicou cash-flows z tabuľky vyššie. To ďalej násobíme zlomkom $(1+l)/(DR-l)$, pričom "l" je dlhodobá rastová miera podniku a týmto výpočtom vyjadruje vlastne hodnotu cash-flows v perpetuite. Nakoniec túto hodnotu musíme opäť diskontovať a dostaneme tak súčasnú (diskontovanú) hodnotu perpetuity.

Ak teda naviažeme na hodnoty z predošlej tabuľky a za dlhodobú rastovú mieru zvolíme 3%, dostaneme túto hodnotu diskontovanej perpetuity:

rastová miera g	6,00%
DCF11	1282
dlhodobá rastová miera	3,00%
DR	4,00%
CFperpetuita	132090
DCFperpetuita	\$203 346

Tabuľka 5: Hodnota diskontovaného cash-flow v perpetuite. Zdroj: Vlastné výpočty na základe fiktívnych číselných údajov.

Pri zvolených vstupoch nám vyšiel odhad v hodnote \$203346. To je veľmi vysoké číslo oproti cash-flow z roku nula, je potrebné si však uvedomiť, že sa jedná o hodnotu všetkých cash-flow až do perpuity.

Na záver, ak teda chceme vypočítať súčasnú hodnotu danej akcie, resp. podniku, sčítame hodnotu sumy cash-flows za 10 rokov a perpetuity a dostaneme výslednú hodnotu \$214467. **Toto číslo nám teda hovorí, že odhad hodnoty podniku, ktorý mal v roku nula voľné cash-flow \$1000, očakávame krátkodobý rast vo výške 6% a dlhodobý rast vo výške 3% je pri diskontnej miere 4% \$214467.**

DCFperpetuita	\$203 346
Suma DCF	\$11 121
Súčasná hodnota	\$214 467

Tabuľka 6: Odhad súčasnej hodnoty. Zdroj: Vlastné výpočty na základe fiktívnych číselných údajov.

Je však dôležité porozumieť a správne interpretovať toto číslo. Podnadpis tejto časti sa volá odhad voľného cash-flow a v interpretácii vyššie sme taktiež napísali odhad hodnoty podniku. To znamená, že nemôžeme brať toto číslo ako konkrétny, presný bod kde sa hodnota nachádza, ale ako akýsi orientačný bod rozsahu, ktorý hodnotu vyjadruje. Bolo by chybou výslednú hodnotu brať ako pevnú a rigidnú cifru, ktorá na päť desatinných miest vyjadruje vnútornú hodnotu podniku. Warren Buffet aj Charllie Munger často hovoria o rozsahu vnútornej hodnoty podniku a myslia tým, že aj hodnota sa v čase bude meniť podľa skutočných výsledkov a rastu podniku ako aj očakávania trhu a diskontných mier. [8, s. 241] Cieľom teda ani nie je byť na desatinné miesta presný ale mať istú predstavu o hodnote. Výborne túto myšlienku vyjadril svetoznámy ekonóm a úspešný investor **John Maynard Keynes** *“It is better to be roughly right than precisely wrong”* teda v preklade *“je lepšie mať zhruba pravdu než sa presne mýliť”*.

Ďalej budeme pojednávať, ako sa môžu odhady na základe vstupov líšiť, a preto je teda po výpočte a odhade mať na pamäti, že hodnota môže byť v závislosti na stabilite, resp. volatilitate daného podniku a jeho hospodárskych výsledkov vyššia alebo nižšia o jednotky, resp. desiatky percent. V kapitole “margin of safety” tejto práce, budeme viac pojednávať o tom, ako s týmto rozsahom vo vzťahu k tržnej cene pri analýze pracovať.

8.6.2.1 Voľné cash-flow v roku nula (BYCF)

V modeli sme pracovali vždy s takzvaným “free cash-flow” alebo voľným cash-flow. Nebolo by správne preložiť a interpretovať ako “zdarma”, ale ako voľné a znamená, že toto je cash-flow, teda hotovosť, s ktorou môže podnik narábať v ďalšom roku a využiť ju napríklad na investíciu do projektov a expanziu.

Ak chceme zistiť toto voľné cash-flow, budeme sa musieť pozrieť do výkazu cash-flow. Niekedy voľné cash-flow spoločnosti vykazujú ako doplňujúci údaj, aj keď to nie je zákonná položka a niekedy ho môžeme nájsť doplnené na stránkach ako www.morningstar.com, kde je pred počítané v sekcii účtovných výkazov. Ak by sme však pracovali čisto s účtovnými výkazmi, **voľné cash-flow je súčet prevádzkového cash-flow a kapitálových výdavkov (CAPEX)**. [11, s. 226]

8.6.2.2 Prečo model používa 10 rokov

Model, ktorý sme uviedli, je štandardný model na výpočet súčasnej hodnoty akcií na základe cash-flows. 10 rokov využíva, pretože sa vychádza z predpokladu, že za touto hranicou sú už cash-flows zle predvídateľné a použije sa teda iba dlhodobý rast podniku. [11, s. 86]

8.6.2.3 Voľba krátkodobej rastovej miery (g)

Zvolenie tejto miery je nesmierne dôležité a má obrovský vplyv na výslednú výšku odhadovanej súčasnej hodnoty. Táto časť je spolu s voľbou diskontnej miery je pravdepodobne najťažšia časť celého výpočtu, nakoľko výpočet za nás hravo spraví program. Taktiež voľba tejto miery je fáza procesu, kedy sa prelína kvalitatívna a kvantitatívna analýza.

Jedným zo spôsobov, ako odhadnúť túto mieru, je vypočítať priemerný medziročný rast voľného cash-flow za posledných 10 rokov a zvoliť túto hodnotu ako rast na najbližších 10 rokov. Takýto výpočet, aj keď presný, môže byť skreslený, nakoľko vôbec nezohľadňuje faktory ako životný cyklus podniku, dynamika a vývoj produktov v danom odvetví, schopnosť podniku efektívne investovať kapitál, tržné postavenie a celkovú ekonomickú situáciu. Mohlo by sa pokojne stať, že by sme analyzovali spoločnosť, ktorá zhodou náhod mala posledných 10 rokov najlepšie výsledky počas svojej existencie, podarilo sa jej vyvinúť produkty, po ktorých bol nadpriemerný dopyt a celková ekonomická situácia bola vynikajúca s vysokou kúpnu silou obyvateľstva, vysokou spotrebou a nízkou nezamestnanosťou. V roku, kedy by sme takúto spoločnosť analyzovali, by však ekonomika dosiahla konjunktúru, smerovala by do recesie, jej produkty boli odkopírované a vylepšené konkurenciou a management v poslednej dobe uskutočnil nevýhodné alokácie kapitálu a taktiež nemal kapitál kam investovať. Za takýchto podmienok môžeme jednoznačne usúdiť, že v nasledujúcich 10 rokoch nebude úspech taký značný, ako v predošlých 10 a teda aj rastová miera bude podstatne nižšia. Ak by sme však použili vyššiu rastovú mieru, odhad našej hodnoty by bol “prestrelený” a omnoho vyššie, aká by hodnota v budúcnosti skutočne bola. To by viedlo k pravdepodobne neúspešnej investícii.

Pri odhade rastovej miery je teda veľmi dôležité zohľadniť vyššie spomenuté faktory. Čisto kvantitatívne vypočítaná rastová miera za posledných 10 rokov nám môže slúžiť ako istý oporný bod, avšak nemôžeme ju bez rozmyslu aplikovať vo vzorci. Investor teda musí mať dobré porozumenie obchodnému modelu danej firmy, ako spoločnosť zarába a musí rozumieť jej produktom a spolu s tým musí vedieť posúdiť, ako úspešné budú R&D investície. [10] Taktiež musí vedieť dobre posúdiť tržné postavenie a konkurenciu danej spoločnosti. Práve kvôli týmto faktorom je dôležité držať sa svojho okruhu kompetencií, ktorý sme popisovali a investovať do spoločností, ktorým investor rozumie. Je takmer nemožné, aby investor, ktorý má zameranie na služby a marketing rozumel tomu, ako bude biotechnologická spoločnosť investovať a vytvárať produkty a kam sa bude celé odvetvie uberať a teda ako bude spoločnosť tvoriť zisky a voľné cash-flow.

Pri odhade tejto hodnoty sa taktiež odporúča vždy aplikovať hodnotu o čosi pesimistickejšiu, aký je odhad a zohľadniť tak nepredvídané, náhodilé udalosti, ktoré môžu negatívne ovplyvniť vývoj voľného cash-flow. V tabuľke nižšie vychádzame z predošlého výpočtu, avšak pridali sme dva ďalšie odhady súčasnej hodnoty-všetky pri konštantnej diskontnej miere 4% ale jeden agresívny odhad s rastovou mierou 8% a jeden konzervatívny odhad s rastovou mierou 4%.

rastová miera g	4,00%	rastová miera g	6,00%	rastová miera g	8,00%
DR	4,00%	DR	4,00%	DR	4,00%
DCFperpetuita	\$164 906	DCFperpetuita	\$203 346	DCFperpetuita	\$249 765
Suma DCF	\$10 000	Suma DCF	\$11 121	Suma DCF	\$12 379
Súčasná hodnota	\$174 906	Súčasná hodnota	\$214 467	Súčasná hodnota	\$262 144

Tabuľka 7: Odhad súčasnej hodnoty pri rôznych rastových mierach. Zdroj: Vlastné výpočty na základe fiktívnych číselných údajov.

V tabuľke vidíme, ako sa pomerne drasticky od seba líšia odhady hodnôt pri jednotlivých rastových mierach. Opäť teda zdôrazňujeme, aké je dôležité venovať sa tomuto parametru dôsledne a do hĺbky.

8.6.2.4 Voľba dlhodobej rastovej miery (I)

Dlhodobá rastová miera, ktorú sme používali pri výpočte hodnoty perpetuity vyjadruje, akým tempom bude asi podnik rásť dlhodobo, teda za hranicou 10 rokov. Podobne ako pri krátkodobej rastovej miere, by sme mohli zhodnotiť a spriemerovať rast za posledných povedzme 20 rokov. Problém však je spoľahlivo určiť, akým smerom sa budú podniku uberať spolu s ich produktami v tomto veľmi dlhodobom horizonte, preto je problematické tieto aspekty zohľadniť.

Druhá stránka je, že aj keď by sme bez problémov našli spoločnosti, ktorým sa dlhodobo darilo rásť aj viac ako 5% a niektoré aj dvojcifernými percentuálnymi mierami, najkonzervatívnejší prístup je zvoliť dlhodobú rastovú mieru 2-3%, čo je dlhodobá miera inflácie v Spojených štátoch a v Európe. [8, s. 123] Tým vlastne vyjadríme, že pri tejto miere by podnik rástol iba na základe všeobecného rastu ekonomiky ako celku a nie na základe svojich inovácií. Ak aj pri tejto miere zistíme, že hodnota je vyššie ako cena, akýkoľvek vyšší dlhodobý rast je takpovediac “navyšé”.

8.6.2.5 Voľba diskontnej miery

Diskontná miera, ktorou diskontujeme budúce peňažné toky v čase, je opäť vstup, ktorý môže veľmi výrazne ovplyvniť naše výsledky. Podľa definície je diskontná miera výnos druhej najvýnosnejšej alternatívy s rovnakým rizikom. Nakoľko je riziko pri akciách ťažko vypočítateľné, pri odhade súčasnej hodnoty akciových spoločností sa definuje a používa diskontná miera **vo výške bezrizikového výnosu**. To je v praxi v Spojených štátoch výnos 10-ročného dlhopisu. [11, s. 80] Oproti tomuto výnosu vlastne porovnáme výnos, ktorý by plynul zo zhodnotenia ceny smerom k vyššej hodnote. Tento vyšší výnos v sebe zahŕňa prémium najmä za riziko neúspechu danej akcie oproti štátnemu dlhopisu.

Čo však robiť v prípade, ak sú úrokové miery rekordne nízko ako v posledných mesiacoch? V čase písania tejto práce (13.4.2020) sa výnosy amerických 10-ročných štátnych dlhopisov nachádzajú na hodnote 0.75%. [31] To je nominálne tak extrémne nízko, že reálny výnos, teda očistený o infláciu, je v skutočnosti záporný. Skúsme dosadiť túto hodnotu 0.75% za diskontnú mieru do modelovej situácie, ktorú sme využívali pri popisovaní DCF modelu. Taktiež zmeníme dlhodobú rastovú mieru na 0.5% z dvoch dôvodov-prvým je, že by nám inak vychádzali záporné čísla. Druhým je, že diskontná miera by mala zohľadňovať **minimálne infláciu**. To znamená, že diskontná miera musí byť väčšia alebo rovná ako dlhodobá rastová miera, keďže môže zahŕňať aj prémium za riziko alebo likviditu.

dlhodobá rastová miera	0,50%	dlhodobá rastová miera	0,50%
rastová miera g	6,00%	rastová miera g	6,00%
DR	4,00%	DR	0,75%
DCFperpetuita	\$56 689	DCFperpetuita	\$768 839
Suma DCF	\$11 121	Suma DCF	\$13 364
Súčasná hodnota	67 810	Súčasná hodnota	782 204

Tabuľka 8: Odhad súčasnej hodnoty s rôznymi diskontnými mierami. Zdroj: Vlastné výpočty na základe fiktívnych číselných údajov.

Z tabuľky vidíme, že aký obrovský vplyv má diskontná miera na hodnotu výstupov. Taktiež vidíme, že ak by sme slepo použili výnosy štátnych dlhopisov ako diskontnú mieru, každý podnik by mal aj pri skromných rastových mierach obrovský odhad hodnoty. To sa môže zdať atraktívne, a v skutočnosti, oproti výnosom štátnych dlhopisov teoreticky môžu podniky takého hodnoty dosahovať, no takýto prístup nie je príliš konzervatívny a bezpečný, nakoľko vedie k prestreleným ohodnoteniam.

Ako z toho teda von? Máme viacero možností, no nám sa zdajú rozumné dve alternatívy. Prvou alternatívou, ak sa chceme držať poučky o bezrizikovom výnose, je použiť dlhodobý priemer výnosov štátnych dlhopisov, čo je pre Spojené štáty 3-4% ročne. To môžeme aplikovať pri veľkých, dobre zavedených podnikoch s nízkym rizikom. Druhou alternatívou je použiť dlhodobý priemerný výnos amerického indexu S&P500, ktorý zobrazuje 500 najväčších amerických firiem a je akýmsi priemerom americkej ekonomiky. Tento výnos je zhruba 8% ročne. [19] Logika za tým je taká, že ako hodnotoví investori sa snažíme akcie držať ideálne navždy [8, s. 121], teda veľmi dlhodobo, a

teda aj keď je v jednotlivých rokoch výnos tohoto indexu niekedy +20% a inokedy naopak -20% alebo taktiež 0%, dlhodobo je priemerný výnos už spomenutých 8% ročne a je to benchmark, o ktorý by sme sa mali porovnávať a je to minimálne výnos, ktorý sa od nás ako aktívnych investorov očakáva. Je to preto pomerne vhodná výška diskontnej miery, s tým, že ak investujeme do menej známych, ťažšie predvídateľných alebo vo všeobecnosti pre nás rizikovejších akcií, môžeme túto diskontnú mieru adekvátne navýšiť a požadovať výnos 10, 15 alebo aj 20%.

8.6.2.6 Výhody

- model pracuje so skutočným, čistým cash-flow, teda skutočným peňažným tokom spoločnosti a vyhýba sa tak práci so ziskom spoločnosti, ktorý môže byť kvôli účtovným zásadám skreslený, napríklad znížený o odpisy, ktoré nie sú hotovostným výdajom
- model pracuje s krátkodobým aj dlhodobým rastom-zohľadňuje teda rast podniku a jeho cash-flow ako aj všeobecný ekonomický rast a infláciu
- je univerzálny-dá sa použiť na väčšinu spoločností, aj na mladšie a volatilnejšie, ktoré rýchlo rastú
- pracuje s diskontnou mierou-jedna z jeho najväčších výhod, pretože vhodnou diskontnou mierou porovnáваме hodnotu spoločnosti voči ostatným investíciám a taktiež upravuje budúce cash-flow na súčasné hodnoty

8.6.2.7 Nevýhody

- model je veľmi citlivý na naše vstupy-teda na krátkodobú rastovú mieru a diskontnú mieru. To spôsobuje, že pri nevelkých zmenách týchto hodnôt na základe našej agresivity alebo konzervatívnosti, vieme vypočítať hodnoty, ktoré sú od seba extrémne vzdialené a nedávajú nám žiaden relevantný údaj. Avšak aj Warren Buffet v listoch akcionárom píše, že pri odhadovaní hodnoty musí byť rozsah viacerých odhadov taký široký, že nemôže byť vyvodенý jasný záver. [8, s. 241] Pôsobenie tejto skutočnosti vieme viac-menej eliminovať tým, že zvolíme konzervatívny prístup a budeme predpokladať horší vývoj než bol ten historický
- nepracuje s časom-aj keď sa nám podarí nájsť spoločnosť, ktorej odhadnutá hodnota bude vyššia ako cena jej akcií, kde rozdiel medzi nákupnou cenou a hodnotou tvorí náš potenciálny zisk, nevieme určiť, za akú dobu cena vzrastie k odhadnutej hodnote. Nemôžeme predpokladať, že cena vzrastie k hodnote len preto, že sme tento rozdiel objavili. Nevieme teda, či náš potenciálny výnos realizujeme o rok, dva, tri alebo viac. Pri uplatňovaní hodnotovej stratégie investovania však kupujeme akcie na veľmi dlhú dobu, ideálne navždy. Podľa slov Warrena Buffeta, keď bol opýtaný, kedy predáva akcie, odpovedal jednoducho: "nikdy". [8, s. 121] [12, s. 217] A skutočne, ak sme sa v našich analýzach výrazne nezmýlili a kúpili kvalitnú spoločnosť, nemáme dôvod ju predať. Predpokladáme totiž, že porastie nie len cena, ale spolu s ňou ďalej aj hodnota. Kvalitný business by nikdy nemal prestať rásť a teda od spoločností, ktorých akcie vlastnime, očakávame, že porastú a spolu s ním aj ich zisky a cash-flow. Ak sa tak skutočne stane a spoločnosť bude spolu s jej hodnotou ďalej rásť, necháme zložené úročenie, podľa slov Alberta Einsteina "jeden z divov sveta" pracovať v náš prospech a teda hodnota našej investície bude rásť exponenciálne. Za týchto predpokladov nepredáme ani v prípade, že cena porastie pomerne rýchlo a budeme mať možnosť predať so

značným ziskom. Anekdoticke to dobre vysvetlil Warren Buffet, ktorý analogicky vysvetlil, že predat' akciový titul, ktorý prináša najvyššie výnosy by bolo ako keby basketbalový tím Chicago Bulls predali Michaela Jordana preto, že skóruje najviac bodov. [8, s. 117]

- odhaduje veľmi vzdialenú budúcnosť-najväčšou nevýhodou DCF modelu je, že odhaduje cash-flow až na desať rokov dopredu a taktiež "perpetuity cash-flow", čiže cash-flow v nekonečne. Práve kvôli efektu zloženého úročenia, aj malá odchýlka v raste alebo skutočnom budúcom cash-flow môže znamenať výrazné skreslenie hodnoty. Máme iba dva spôsoby, ako sa proti tomuto efektu brániť. Prvým je opäť pristupovať konzervatívne a byť skeptickejší. Druhým je koncept, ktorý definoval taktiež už zmieneny "otec" hodnotového investovania Benjamin Graham, takzvaný "Margin of Safety", ktorý stručne popíšeme v ďalšej kapitole.

8.6.3 MARGIN OF SAFETY

Margin of safety, ako sme napísali vyššie, je koncept, ktorý zdefinoval a uviedol do praxe Benjamin Graham. V preklade tento pojem znamená "miera bezpečia", český hodnotový investor Daniel Gladiš ho prekladá a vo svojej knihe o ňom pojednáva pod názvom "bezpečnostní polštář [1, s. 81]. Vo svojej podstate je tento princíp veľmi jednoduchý, avšak o to dôležitejší. Vyjadruje vlastne rozdiel medzi cenou akcie spoločnosti a odhadnutou vnútornou hodnotou tejto spoločnosti a teda čím je tento rozdiel väčší, tým sme viac chránení pred vlastnými chybami, zlým odhadom alebo nečakanými udalosťami. Môže sa stať, že hodnotu odhadneme vyššie, aká v skutočnosti je, no ak náš "margin of safety" bude dostatočne široký, aj pri novej a teda upravenej, nižšej odhadnutej hodnote bude akcia spoločnosti stále značne podhodnotená.

Po odhadnutí hodnoty teda počítame, aký je "margin of safety" a aký veľký máme priestor na omyly. Ak by napríklad cena akcie spoločnosti bola 90 USD a hodnotu sme odhadli na 100 USD, máme malý priestor na omyl. Iba 10%-ná odchýlka ceny by už spoločnosť nečinila podhodnotenou ale jej cena by bola presne na jej vnútornej hodnote.

Výpočet "margin of safety" je veľmi jednoduchý. Ako sme už vyššie písali, je to rozdiel medzi odhadnutou hodnotou a cenou. Tento rozdiel môžeme pre lepšiu ilustráciu vyjadriť relatívne, teda ako podiel k odhadnutej hodnote. Ak nájdeme akciu spoločnosti, ktorej cena je 60 USD a odhadnutá hodnota spoločnosti 100 USD, "margin of safety" je 40%. Neexistuje pravidlo, ktoré by hovorilo, aký veľký má "margin of safety" byť, nakoľko každá spoločnosť, jej história aj budúci vývoj je veľmi individuálny. Myslíme si však, že aspoň 30%-ný rozdiel medzi cenou a hodnotou je dostatočný-tu však platí čím viac, tým lepšie. Každý investor si tieto hranice však určuje sám. Tým, že sa obmedzíme na investície s väčším "margin of safety", nie len že sa tak chránime a máme väčší priestor na omyly, ale pri správnosti našich odhadov vnútornej hodnoty tak vyberáme atraktívnejšie, viac podhodnotené akcie a teda aj potenciálny výnos bude vyšší.

Teraz, keď už máme ustanovené teoretické východisko, ako pristupovať k investovaniu hodnotovým spôsobom, môžeme prejsť k uplatneniu týchto princípov na reálne spoločnosti a snažiť sa z nich vybrať tituly vhodné na stavbu portfólia hodnotovým prístupom. Teraz iba v rýchlosti zopakujeme teoretický postup a načrtujeme teda, ako budeme pri práci postupovať:

filtrácia

1. kruh kompetencií-určenie spoločností, ktorým rozumieme
2. krajina-sumárne zhodnotenie tržnej situácie, úrokových mier, rozvinutosť trhu atď.
3. kvantitatívne filtre-P/E, tržná kapitalizácia, dividendový výnos a pod.
4. iné zdroje: fóra, magazíny atď.

kvalitatívna analýza

1. externé faktory
2. interné faktory-management, alokácie kapitálu, principal-agent problem
3. posúdenie konkurenčných výhod "Moats"
4. odhad a vývoj produktov

kvantitatívna analýza

1. analýza finančného zdravia
2. analýza aktivity
3. analýza rentability
4. odhad vnútornej hodnoty

sumarizácie a zhodnotenie

9 Filtrácia

Začnime teda prvým krokom, a síce filtráciou akciových spoločností, ktoré budeme vyberať na základe našich stanovených kritérií. Prvým kritériom je kruh kompetencií-na základe nášho posúdenia schopností by sme náš kruh kompetencií určili týmito odvetviami: spotrebiteľský tovar, bankovníctvo a finančné služby, a služby. Toto sú sektory, pri ktorých máme pocit, že vieme dostatočne spoľahlivo posúdiť a odhadnúť budúci vývoj rovnako ako mieru nestability a podobne. Samozrejme v rámci týchto sektorov sú pod-odvetvia, ako poisťovníctvo, vzdelávanie alebo letecká preprava, kde cítime, že nerozumieme business modelom alebo danému pod-odvetviu dostatočne. Aj preto sa pre účely tejto práce zameriame na odvetvie spotrebiteľského tovaru, pretože ho považujeme na porozumenie za najjednoduchšie a najpriamočiarejšie.

Čo sa týka krajín, budeme sa venovať spoločnostiam sídliačich v USA. Dôvodov je viacero: prvým je samotná dostupnosť filtrovacích nástrojov. Pre európske spoločnosti je komplikované nájsť filtrovacie nástroje zdarma alebo také, ktoré by boli dostatočne efektívne. Druhým dôvodom je tržná a politická situácia. V prvom rade je to výška úrokových mier, ktoré aj keď sú rekordne nízke, stále prevyšujú tie v Európe alebo iných rozvinutých trhoch. Ďalej sú to daňové zákony, ktoré podporujú investície a dlhodobé držanie akciových titulov, čo je v ideálnej situácii náš prípad. Posledným je politická situácia, ktorá je naklonená v prospech liberálnej ekonomike, napriek vyššej volatilita a nepredvídateľnosti pod vedením aktuálneho prezidenta. Taktiež považujeme Spojené štáty za vhodné "lovisko", pre veľkosť trhu, množstvo obchodovateľných akciových titulov a taktiež rozvinutosť akciových trhov, ktorá sa dá považovať za najvyššiu vo svete.

Za kvantitatívne filtre si zvolíme nasledujúce: budeme hľadať ustálenú spoločnosť s históriou a tržnou kapitalizáciou aspoň \$10 miliárd. ROE, teda návratnosť vlastného kapitálu nastavíme na minimálnu

hodnotu 10% a rovnako tak aj čistú ziskovú maržu 10%. Obe hodnoty považujeme za dobrý indikátor efektívneho hospodárenia managementu a predzvesti dobrej alokácie kapitálu. Taktiež sme za jeden z filtrov rast tržieb za posledných 5 rokov minimálne 5%, keďže nehľadáme stagnujúce spoločnosti.

1	AAPL	Apple Inc.	Consumer Goods	Electronic Equipment	USA	1248.57B	22.33	282.80	-1.36%	53,510,913
2	NKE	NIKE, Inc.	Consumer Goods	Textile - Apparel Footwear & Accessories	USA	137.77B	33.28	89.91	4.18%	8,049,759
3	EL	The Estee Lauder Companies Inc.	Consumer Goods	Personal Products	USA	61.07B	34.40	174.26	7.65%	4,407,767

Obrázok 3: Výsledok filtrovacieho procesu Zdroj: www.finviz.com/screener

Po aplikovaní kritérií nám vo filtrovacom nástroji www.finviz.com/screener zobrazilo celkom 10 výsledkov. Tie sme následne zostupne zoradili podľa tržnej kapitalizácie a prvé tri spoločnosti k 19.4.2020 sú tieto: Apple, Inc., NIKE, Inc. a The Estee Lauder Companies, Inc. Na základe vyššie stanovených kritérií si teda zvolíme tieto tri spoločnosti ako potenciálne tituly na hodnotovú investíciu a budeme ich analyzovať.

Nakoľko všetky tri spoločnosti sídlia v Spojených štátoch, kvalitatívnu analýzu z pohľadu trhu, politickej situácie aj ekonomického cyklu popíšeme sumárne pre všetky tri spoločnosti v nasledujúcej podkapitole.

9.1 Sumárna analýza externých faktorov spoločností Apple, NIKE a The Estee Lauder Companies

Pozrime sa teda na situáciu v USA. K 19.4.2020 je inflácia v krajine na úrovni [32] 1,5%. To je v čase po zásahu globálnej epidémie nákazy COVID-19. Ak sa pozrieme do histórie, inflácia v krajine sa stabilne pohybuje na úrovni okolo 2%, čo je z pohľadu ekonomickej teórie ideálna hladina, takže tento faktor hodnotíme pozitívne. Pozitívne taktiež hodnotíme napríklad niektoré kroky prezidenta, napríklad zníženie korporátnej daňovej sadzby v roku 2017 sadzby z 35% na 21% a taktiež výraznej zmeny daňového systému z globálneho na teritoriálny, čo značí, že nadnárodné korporácie zdaňujú príjmy v mieste, kde boli vytvorené a nie všetky príjmy jednotnou 35%-nou americkou sadzbou. [44] To znamená, že firma ušetrí na daňových výdavkoch v krajinách, kde je daňová sadzba z príjmu nižšia ako v USA.

Pozitívne hodnotíme aj rozvinutosť a stabilitu trhu v krajine. Toto boli taktiež faktory, ktoré ovplyvnili výber krajine ako primárny trh na vyhľadávanie akciových titulov. Ako sme popisovali v predošlých kapitolách, Spojené štáty sú považované za rozvinutý trh a musia teda spĺňať kritériá ako veľkosť ekonomiky (HDP per capita [33] je top 10 na svete, po zohľadnení a odstránení daňových rajov je USA ešte vyššie) alebo rozvinutosť akciových trhov. Tým sa dostávame k ďalšiemu faktoru, ktorý hodnotíme veľmi pozitívne, a teda obchodná kultúra v krajine a kultúra vedení akciových spoločností. V Spojených štátoch majú firmy zákonom ustanovenú povinnosť informovať akcionárov ako vlastníkov kapitálu o svojom fungovaní a využívaní kapitálu ako aj o výsledkoch a hospodárení spoločnosti. Dalo by sa povedať, že kultúra aj zákony, sú naklonené v prospech ochrany, resp. transparentnom informovaní akcionárov, čo hodnotíme veľmi pozitívne.

10 Apple

10.1 ANALÝZA ODVETVIA

Nakoľko väčšinu externých faktorov sme popísali pre všetky firmy vyššie, ostáva nám posledný externý faktor, a síce odvetvie. Firma Apple podniká v odvetví spotrebiteľského tovaru, konkrétne spotrebiteľskej elektroniky a jej produkty sú veľmi dobre známe viac-menej po celom svete. Jej produkty by sa dali rozdeliť do troch veľkých kategórií–produktová rada iPhone, ktorá tvorí zhruba 50% tržieb firmy, služby, ktoré nie sú až tak viditeľné no tvoria asi 20% tržieb a kategória “iné”, kam spadajú tablety, osobné počítače a nositeľné doplnky, každá kategória asi 10%. [34]

Čo sa týka odvetvia spotrebiteľskej elektroniky, je to odvetvie, ktoré závisí na inováciách z pohľadu výkonnosti nových zariadení a funkcionality, inováciách z pohľadu znižovania nákladov a teda aj ceny a v neposlednom rade designu produktov. Ak by sme mali číselne ohodnotiť predvídateľnosť odvetvia, pričom 1 je maximálne predvídateľné a 5 je absolútne nepredvídateľné, Apple by sme subjektívne zaradili zhruba okolo čísla 3. Práve technologické inovácie sú niečo, čo prispieva k horšej predvídateľnosti odvetvia. Na druhú stranu to však nie je ani absolútne nepredvídateľné odvetvie ako napríklad sociálne siete alebo iné online business modely. Osobná elektronika ako počítače existuje zhruba 40 rokov, prenosné zariadenia niečo cez 20 rokov, a teda je to stredne staré odvetvie-to sa prejavuje aj na vyšších maržiach oproti “tradičným” odvetviám ako napríklad maloobchod.

Z pohľadu predvídateľnosti je toto odvetvie najviac ohrozené novými technológiami mikročipov a nano počítačov. Tieto technológie, o ktorých sa predpokladá, že budú dostupné do 10 rokov, sú úplne nové a bezprecedentné a mohli by neznámym spôsobom narušiť toto odvetvie, keďže by doterajšie mikročipy výrazne predbehli a spravili ich zastaranými. To je najväčšia hrozba pre Apple, avšak veríme, že Apple bude schopný inovovať dostatočne rýchlo a prispôbovať tak svoje produkty. História tejto firmy je manifestom zmeny a adaptácie, keď firma začínala ako rýdzo počítačová firma, neskôr sa jej hlavným produktom stali hudobné prehrávače a tie neskôr pohltili mobilné telefóny, ktoré momentálne tvoria najväčšiu časť tržieb a sú pre firmu fundamentálne.

Zmenu taktiež u Apple môžeme sledovať “v reálnom čase”, kedy čoraz viac počúvame o začlenení a dôležitosti služieb pre zákazníkov. Služby sú druhá najväčšia kategória Appleu a sú výborne integrované do portfólia produktov, o tom však budeme pojednávať viac v kapitole o produktoch. Apple tak stihol pružne zareagovať na nadchádzajúcu zmenu a spravil začlenenie služieb prioritou veľmi skoro. [35]

Čo sa týka designu je toto odvetvie relatívne pomalé, aj keď konštantne meniace sa spolu s preferenciami spotrebiteľov. Apple je v tejto oblasti jednoznačný líder trhu a často dokonca udáva trendy, ktoré neskôr ostatní výrobcovia kopírujú. Spolu s tým je však design v prípade potreby veľmi rýchlo meniteľný a prispôsobiteľný aktuálnym potrebám trhu.

10.2 INTERNÉ

10.2.1 MANAGEMENT

V teoretickej časti práce sme písali, že je kľúčové, aby boli spoločnosti vedené *poctivými a kompetentnými ľuďmi*. Vysvetlili sme, prečo je to dôležité a metódy, akými môžeme tieto kvality hodnotiť.

Momentálna osoba číslo 1, teda CEO je Tim Cook. Vo firme pracuje od roku 1998 a na pozícii CEO od roku 2011 po smrti zakladateľa a riaditeľa Steve Jobsa, ktorý firmu nie len založil ale po opätovnom prevzatí ju “vzkriesil” a upravil jej fungovanie tak, ako ju poznáme dnes. Vtedy Tim Cook preberal obrovské bremeno nie len viesť miliardovú spoločnosť, ale aj pokračovať v odkaze jedného z najväčších vizionárov svojej doby. V počiatkoch existovali veľké dohady o tom, či Tim Cook túto neľahkú úlohu zvládne, no čas ukázal, že sa mu to podarilo excelentne. Stal sa rovnako populárnym a známym „riaditeľom-celebritou“ ako Steve Jobs, no najmä pochopil, pokračoval a upevnil hodnoty a poslanie firmy. Pokračoval v stratégii technickej a designovej dokonalosti produktov a umiestňovaní zákazníka na prvé miesto. Tieto nosné piliere a ich dodržiavanie sa pretavilo aj na čísla-Apple sa za 9 rokov stal najhodnotnejšou spoločnosťou na svete, dokázal stabilne zvyšovať tržný podiel svojich produktov a taktiež inovovať a diverzifikovať-napríklad začlenením a vývojom služieb, o čom sme hovorili v predchádzajúcej kapitole.

Ak sa pozrieme na minulé akvizície spoločnosti, nájdeme v nich mimoriadne úspešné projekty, ktoré sú dnes integrálnou súčasťou Apple produktov ako Beats Audio, iCloud, Siri a podobne. [36] To samozrejme neznamená, že tieto nákupy nemohli byť predražené, no kvantitatívne tvorbu hodnoty a výnos kapitálu budeme skúmať v ďalších častiach práce.

Z pohľadu principal-agent problému existuje vo vedení Apple ideálna situácia, kedy sú “agenti” zároveň “principals”- Predseda správnej rady je najväčším individuálnym vlastníkom akcií Apple a tesne za ním je to práve Tim Cook, kde obaja vlastnia cez milión kusov akcií. Za nimi podľa počtu nájdeme vice prezidentov softwarevého inžinierstva, COO a podobne. [37]

10.2.2 KONKURENČNÉ VÝHODY “MOATS”

Apple má viacero konkurenčných výhod a je problematické posúdiť, ktorá je najsilnejšia alebo najdôležitejšia. Napriek tomu sa pokúsime zanalyzovať ich v poradí, v akom veríme, že najviac prispievajú k postaveniu a úspechu firmy.

10.2.2.1 Značka:

Značka zďaleka nie je len logo firmy. Je to kultúra, identita firmy, ktorá sa prejavuje v každom aspekte jej pôsobenia. Je to dizajn ich produktov, spôsob predaja a komunikácie a vízia, s ktorou firma podniká. Silu značky Apple dobre opísal marketingový expert Seth Godin “*nikto netuší, ako by vyzerali tenisky od firmy Hyatt alebo Hilton, zato každý presne vie, ako by vyzeral hotel od firmy NIKE*”. [38] Týmto na príklade vyjadril, akú silnú značku a identitu firma NIKE má z nášho pohľadu

má Apple rovnako silnú identitu a môže si teda účtovať vyššie ceny. Jej produkty sú typické pre svoju eleganciu-aj vonkajšiu, no aj vnútornú ako napríklad software. Apple bol vďaka silne značky a identity schopný naviazať na seba mnohých spotrebiteľov a budovať u nich silnú lojalitu. To ďalej buduje veľmi silný aspekt komunity a networking effectu-pôsobenie sily komunity vidíme napríklad na internetových fórach, kde má Apple zďaleka najsilnejšiu fanúšikovskú základňu alebo vo fyzických predajniach, kde sa nadšenci stretávajú.

Apple svojimi designovo a esteticky dokonalými produktami vytvára dojem prestíže a luxusu. Tým sa výrazne oddeľuje od konkurencie, ktorá sa s výnimkou Samsungu snaží zákazníka zaujať cenou a Apple si teda môže dovoliť účtovať výraznú prémiiu za svoj design a tento dojem prémiovosti.

10.2.2.2 Operačný software iOS

Operačný software iOS pôsobí ako konkurenčná výhoda na dvoch úrovniach. Prvou je, že v oblasti mobilných telefónov je pre spotrebiteľa voľba medzi iOS (Apple) alebo Android (Samsung, Huawei, Xiamo...). V porovnaní s iOS, ktorý vlastní výlučne Apple je Android tzv. "open-source", čo znamená, že je to voľný software, ktorý môže používať každý. To je pre firmy výhodné z pohľadu nákladov, no z pohľadu diferenciácie je to katastrofa. Tým, že Android ako operačný software nepatrí jednej konkrétnej značke, nevytvára dojem exkluzivity a výnimočnosti, čo pri iOS jednoznačne vnímame. Rovnako to funguje aj v oblasti osobných počítačov, kde je voľba medzi iOS a Windows, ktorý používa väčšina výrobcov počítačov.

Druhou, azda ešte dôležitejšou výhodou operačného software je jeho perfektná previazanosť a kompatibilita medzi produktami. Tým, že si Apple software vyvíja sám a vlastní ho, je schopný ho optimalizovať na produkty a hlavne previazať ich-to znamená, že ak spotrebiteľ vlastní napríklad iMac, je incentivizovaný zakúpiť si aj iPhone kvôli skvelej kompatibilite a synchronizácii. Ďalej sú oba produkty zosynchronizované a kompatibilné so zabudovanou službou iCloud a iMusic atď., a takto sa nabaľujú produkty a služby, ktoré Apple môže zákazníkom poskytnúť. Túto stratégiu nie jednotlivých produktov, ale celistvej "platformy" zaviedol ešte Steve Jobs a Tim Cook ju schopne napĺňa. Taktiež žiadna iná firma nemôže spotrebiteľom ponúknuť takúto kompatibilitu a previazanie.

10.2.3 PRODUKTY

O produktoch firmy sme zbežne pojednali-podieli na tržbách a predvídateľnosť. Taktiež sme vyššie hovorili o tom, čo je typické pre produkty firmy Apple a ako vytvárajú celistvú značku. Poďme sa teda pozrieť a skúsiť odhadnúť, akým smerom sa bude spoločnosť so svojimi produktami uberať.

Už sme popísali, ako Apple svoje produkty predáva ako prémiové za vyššie ceny, no napriek tomu sú zároveň aj akýsi hlavný prúd. Konkurencii čelí z Číny od firiem Huawei a Xiaomi, ktoré sú schopné predávať veľmi nízko nákladové mobilné telefóny a vytvárajú tak dostupnú alternatívu k drahším Apple alebo Samsung produktom. Okrem ceny však nedisponujú žiadnou výraznou diferenciáciou, na rozdiel od Samsungu a Apple, ktorí sú inovačnými lídrami so silnými značkami, najmä Apple. Tieto nízko nákladové produkty sa tak stávajú veľmi komoditnými. Z pohľadu budúceho vývoja a rastu celosvetového bohatstva nie len v západnom svete, ale aj v rozvojových

krajinách Ázie a Afriky bude rásť aj dopyt po kvalitnejších a prémiovejších produktoch. Taktiež mobilné telefóny už dnes skutočne nie sú iba nástroj na telefonovanie, ale aj na prácu, zábavu, fotenie, oddych, vzdelávanie a stávajú sa každodennou súčasťou našich životov a spotrebitelia sú teda ochotní zaplatiť za tieto produkty viac.

Podobne hodnotíme aj dôraz na služby, o ktorých sme už pojednávali, keďže v budúcnosti budú čoraz viac dôležitejšie ako samotné fyzické produkty. Apple bol schopný začať s vývojom a poskytovaním širokej škály služieb veľmi skoro a teda spojenie vyššie spomenutých faktorov vytvára relatívne široký priestor na rast v budúcnosti.

10.3 KVANTITATÍVNA ANALÝZA¹

Na základe kvalitatívnej analýzy vidíme, že firma Apple spĺňa väčšinu predpokladov aby sa kvalifikovala ako hodnotová investícia. Najdôležitejšie faktory, teda management a alokácia kapitálu hodnotíme veľmi pozitívne, rovnako ako tržné postavenie a produkty firmy. Podstatne výrazné, avšak azda jediné výrazné negatívum hodnotíme o čosi horšiu predvídateľnosť vývoja v oblasti mikročipov a nanopočítačov, čo adekvátne zohľadníme v diskontnej miere.

Podme sa teda pozrieť na firmu cez jej finančné výkazy a ako pracuje s kapitálom, či vytvára hodnotu a či hodnota celej firmy leží nad jej tržnou cenou.

10.3.1 ANALÝZA ZADLŽENOSTI

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
Dlhodobý dlh	53463	75427	97207	93735	91807	
Cudzie zdroje	171124	193437	241272	258578	248028	
Vlastný kapitál	119355	128249	134047	107147	90488	
Aktíva	290479	321686	375319	365725	338516	
EBIT	71230	60024	61344	70898	63930	
nákladové úroky	733	1456	2323	3240	3576	
D/E	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	0.7
Celková zadlženosť	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Úrokové krytie	97.2	41.2	26.4	21.9	17.9	40.9

Tabuľka 9: Analýza zadlženosti Apple, Inc.. Zdroj: Príloha 1: Súvaha Apple, Inc. 2015-2019, Príloha 3: Výkaz ziskov a strát Apple, Inc. 2015-2019

¹ Poznámka: Všetky číselné údaje, ktoré pochádzajú z finančných výkazov spoločností, sú uvádzané v miliónoch USD okrem dát uvádzaných na jednu akciu.

V tabuľke vyššie vidíme prehľad vybraných položiek finančných výkazov a vypočítaných ukazovateľov za posledných 5 rokov. Dlhodobý dlh voči vlastnému kapitálu ani raz neprekročil hodnotu 1 a priemerne je na úrovni 0.7. To je iba marginálne vyššie, ako je ideálna hodnota podľa Warrena Buffeta (0.5). Taktiež celková zadlženosť je dlhodobo udržiavaná na úrovni 0.7, čo je síce agresívnejšia forma financovania, no neprekračuje odporúčané hodnoty. Spolu v kontexte s úrokovým krytím, ktoré sa pohybuje v desiatkach je teda celková situácia z pohľadu finančnej stability a zadlženosti pozitívna.

10.3.2 ANALÝZA LIKVIDITY

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
pohotovú platobnú prostriedky	41601	67155	74181	66301	100557	
dlhy s okamžitou splatnosťou	80610	79006	100814	116866	105718	
OA-zásoby	87029	104737	123790	127383	158713	
krátkodobé dlhy	10999	11605	18473	20748	16240	
OA	89378	106869	128645	131339	162819	
krátkodobé záväzky	80610	79006	100814	116866	105718	
Okamžitá likvidita	0.5	0.8	0.7	0.6	1.0	0.7
Pohotovostná likvidita	7.9	9.0	6.7	6.1	9.8	7.9
Bežná likvidita	1.1	1.4	1.3	1.1	1.5	1.3

Tabuľka 10: Analýza likvidity Apple, Inc.. Zdroj: Príloha 1: Sívaha Apple, Inc. 2015-2019

Opäť v tabuľke vyššie vidíme vybrané položky finančných výkazov a vypočítané 3 stupne likvidity. Nakoľko vidíme, že sa v rokoch menia hodnoty minimálne, budeme sa venovať priemerom týchto hodnôt. Okamžitá likvidita je nižšia ako je odporúčaná hodnota, avšak nie príliš drasticky. Taktiež spoločnosť Apple disponuje dostatočnou finančnou stabilitou a vysokým úrokovým krytím v prípade potreby prefinancovať okamžite splatné záväzky. Pohotovostná likvidita je na veľmi vysokej hodnote, čo je zapríčinené veľmi nízkou hodnotou krátkodobých dlhov. Túto skutočnosť hodnotíme taktiež pozitívne. Bežná likvidita je tiež marginálne nižšia, ako je odporúčaná hodnota, no nie je to nič, prečo by sa spoločnosť musela obávať. Likviditu teda pri spoločnosti Apple hodnotíme taktiež pozitívne.

10.3.3 ANALÝZA AKTIVITY

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
tržby	233715	215639	229234	265595	260174	
pohľadávky	16849	15754	17874	23186	22926	
záväzky	80610	79006	100814	116866	105718	

zásoby	2349	2132	4855	3956	4106	
doba obratu pohľadávok	26	25	28	36	36	30
doba obratu záväzkov	126	123	157	183	165	151
doba obratu zásob	4	3	8	6	6	5

Tabuľka 11: Analýza aktivity Apple, Inc. Zdroj: Príloha 1: Sívaha Apple, Inc. 2015-2019, Príloha 3: Výkaz ziskov a strát Apple, Inc. 2015-2019

Pri analýze aktivity v z tabuľky vyššie dostávame veľmi zaujímavý obraz o fungovaní spoločnosti Apple. Doba obratu pohľadávok je na veľmi nízkom, t.j. pozitívnom čísle 30 dní. Oproti tomu pri záväzkoch je doba obratu až na 151, to znamená, že pohľadávky sú inkasované 5-krát rýchlejšie ako sú hradené záväzky. To svedčí o vyjednávací sile spoločnosti a z pohľadu aktivity a likvidity to je veľmi pozitívne. Fenomenálna je taktiež doba obratu zásob, ktorá je priemerne na hodnote 5 dňoch. To znamená, že produkty, ktoré firma vyrobí sú takmer okamžite vyskladnené a putujú na predajné miesta. Firma teda využíva model Just-in-time a maximalizuje tak efektivitu svojej výroby a predaja.

10.3.4 ANALÝZA RENTABILITY

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
čistý zisk EAT	53394	45687	48351	59531	55256	
vlastný kapitál	119355	128249	134047	107147	90488	
aktíva	290479	321686	375319	365725	338516	
tržby	233715	215639	229234	265595	260174	
ROE	44.7%	35.6%	36.1%	55.6%	61.1%	46.6%
ROA	18.4%	14.2%	12.9%	16.3%	16.3%	15.6%
ROS	22.8%	21.2%	21.1%	22.4%	21.2%	21.8%

Tabuľka 12: Analýza rentability Apple, Inc. Zdroj: Príloha 1: Sívaha Apple, Inc. 2015-2019, Príloha 3: Výkaz ziskov a strát Apple, Inc. 2015-2019

Po analýze likvidity a finančného zdravia, ktoré má za cieľ uchrániť nás ako investorov pred potenciálnym rizikom trvalej straty kapitálu budeme analyzovať rentabilitu, teda aké zisky dokáže podnik generovať a prinášať nám tak výnosy. Ako sme písali v teoretickej časti, najpoužívanejší ukazovateľ je ukazovateľ ROE a má pre investorov veľký význam, pretože ukazuje, koľko zisku je podnik schopný vytvoriť v porovnaní ku vlastnému kapitálu. Spoločnosť Apple generuje nadštandardne vysoké ROE, v priemere za ostatných 5 rokov vo výške zhruba 46%. Taktiež podotýkame, že takto vysoké ROE firma vytvára pri síce agresívnej forme financovania, no bez nadmernej zadlženosti a o to je táto hodnota impozantnejšia.

Takisto ukazovateľ ROA je v priemernej výške zhruba 15% a teda značí, že aj pri agresívnej forme financovania je podnik schopný aktíva využívať efektívne a vytvárať ich použitím zisk. Čo sa týka ROS, alebo aj čistej ziskovej marže, tá je taktiež na veľmi vysokej úrovni 21% a viac ako dvojnásobne prevyšuje nami zadané kritérium pri filtrácii. Rentabilitu podniku teda hodnotíme veľmi pozitívne.

Podme sa teraz pozrieť na ukazovateľ ROIC a posúdiť, či podnik efektívne využíva kapitál a vytvára hodnotu, čo je pre nás ako hodnotových investorov nadmieru dôležité.

ROIC %	25.8
WACC %	6.9
ROIC-WACC %	18.9

Tabuľka 13: Analýza tvorby hodnoty Apple, Inc. Zdroj: Príloha 1: Súvaha Apple, Inc. 2015-2019, Príloha 3: Výkaz ziskov a strát Apple, Inc. 2015-2019, [46].

Z tabuľky vidíme, že hodnota ROIC je na úrovni zhruba 26%, čo je samo o sebe veľmi vysoká hodnota. V porovnaní s priemerným nákladom kapitálu zhruba 7% zistíme, že ROIC preyšuje tento náklad kapitálu asi 3.5-krát. **To znamená, že firma Apple z investovaného kapitálu generuje výnos 26% pri náklade na kapitál iba 7% a hodnotu vytvára.** To je samozrejme ideálny stav a hodnotíme to veľmi pozitívne.

10.3.5 INÉ UKAZOVATELE

Z finančnej analýzy nám zostávajú už iba 3 ukazovatele, ktoré nám pomôžu pri odhadovaní vnútornej hodnoty.

	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	Priemer
medziročný rast tržieb	-7.73%	6.30%	15.86%	-2.04%	3.10%
medziročný rast čistého zisku	-14.43%	5.83%	23.12%	-7.18%	1.83%

Tabuľka 14. Analýza rastu tržieb a zisku Apple, Inc. .. Zdroj: Príloha 3: Výkaz ziskov a strát Apple, Inc. 2015-2019

Vidíme, že rast tržieb je z roka na rok volatilnejší, ako by sme si želali. Priemerne rástli tržby okolo 3%, čo je na takú obrovskú spoločnosť decentná hodnota. Viac ako samotný priemer nás však znepokojuje volatilita medziročného rastu. Veľmi podobne je to aj s medziročným rastom čistého zisku. Priemerná hodnota je dostačujúca, no volatilita je znepokojujúca. (Vyšší rast tržieb aj čistého zisku z roku 2017 na 2018 bol s najväčšom pravdepodobnosťou zapríčinený zmenou daňového zákona v USA). Tento celkový medziročný vývoj hodnotíme viac negatívne.

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
FCF-to-sales	25.26%	27.79%	26.49%	26.09%	27.30%	26.59%
FCF/share	11.82	8.97	9.66	11.52	12.31	
rast FCF/share	/	-24.1%	7.7%	19.3%	6.9%	2.42%

Tabuľka 15: Vybrané ukazovatele FCF Apple, Inc. Zdroj: Príloha 2: Súvaha Apple, Inc. 2015-2019, Príloha 3: Výkaz cash-flow Apple, Inc. 2015-2019

Predposledný ukazovateľ je FCF-to-sales, ktorý je každoročne vysoko nad nami stanovenou hranicou 5%, čo hodnotíme samozrejme pozitívne-znamená to, že viac ako štvrtina tržieb ostane v podniku vo forme voľného cash-flow. To je pozitívne, nakoľko hodnotu podniku odhadujeme na základe čistého cash-flow.

Oproti priemernému rastu tržieb a zisku však hodnotíme pozitívne konzistentný a stabilný medziročný rast voľného cash-flow na akciu, v priemernej hodnote zhruba 2.5%.

10.3.6 ODHAD HODNOTY²

Z finančných ukazovateľov sme videli, že podnik je finančne zdravý, stabilný aj vysoko rentabilný. Taktiež produkuje dostatok voľného cash-flow, ktoré medziročne viac menej stabilne rastie. Ostáva nám posledné, a teda zakomponovať všetky kvalitatívne aj kvantitatívne vstupy do modelu odhadu čistej súčasnej hodnoty na základe cash-flows.

BYCF	12,31
dlhodobá rastová miera	2,00%
rastová miera g	2,00%
DR	9,00%
DCFperpetuita	\$243
Suma DCF	\$87
Súčasná hodnota	\$330
Súčasná cena (20.4.2020)	\$276
Margin Of Safety	16%

Tabuľka 16: Odhad súčasnej hodnoty a margin of safety Apple, Inc. Zdroj: Príloha 2: Výkaz cash-flow Apple, Inc. 2015-2019

Za “base year cash-flow” sme zvolili cash-flow na akciu z roku 2019 vo výške \$12.31. Dlhodobú rastovú mieru sme ponechali na štandardnej výške 2%. Ako oporný bod pre krátkodobú rastovú mieru sme použili priemerný medziročný rast voľného cash-flow vo výške 2.5%, avšak znížili sme túto hodnotu na 2% kvôli väčšej volatilitate. Azda najdôležitejší ukazovateľ, diskontná miera, je v tomto prípade na úrovni 9%. Túto mieru sme zvolili na základe viacerých skutočností-prvým je už viackrát spomínaná volatilita rastu. Táto nepredvídateľnosť spolu s otáznou budúcnosťou mikročipov a počítačov zapríčinila, že sme sa rozhodli použiť pomerne vysokú a konzervatívnu diskontnú mieru. Je to teda minimálny výnos, ktorý očakávame za toto riziko.

Po započítaní vstupov z tabuľky vidíme, že hodnota na akciu je vo výške okolo \$330. V porovnaní s aktuálnom tržnou cenou akcií Apple obchodovaných za \$276 nám to dáva margin of safety vo výške

² Na odhad hodnoty všetkých spoločností používame voľné cash-flow na akciu-to znamená, že aj výsledný odhad hodnoty je vyjadrený ako hodnota na akciu. Tento odhad ďalej porovnáваме s tržnou cenou jednej akcie danej spoločnosti

asi 16%. To je z nášho pohľadu veľmi málo a napriek veľmi konzervatívnym vstupom by sme radi videli rozdiel medzi cenou a hodnotu ešte väčší.

11 NIKE, Inc.

11.1 ANALÝZA ODVETVIA

Spoločnosť NIKE je z pohľadu externých faktorov ovplyvňovaná rovnako ako spoločnosť Apple, ktoré sme popisovali na začiatku kapitoly. Preto opäť priamo prejdeme k poslednému externému faktoru, t.j. odvetviu, v ktorom spoločnosť NIKE podniká. Firma podniká v oblasti spotrebného tovaru, konkrétnejšie športového a voľnočasového oblečenia, obuvi a doplnkov, s tým že obuv tvorí najväčšiu časť tržieb-66%, oblečenie zhruba 30% a doplnky zvyšné 4%.[39] Odvetvie je typické veľmi nízkymi bariérami na vstup a teda konkurencia je pomerne početná. Napriek tomu sa o tomto odvetví hovorí, že je “ľahké na vstup, ťažké na dobytie”, nakoľko sa jedná o módu a teda diferenciácia a tvorba značky a identity je veľmi náročná a zásadná na ceste k úspechu. V tomto je NIKE absolútny expert, budeme však o tom hovoriť viac pri identifikácii a popísaní konkurenčných výhod.

Z pohľadu tržných podielov je firma NIKE dlhoročne a stabilne lídrom aj v oblasti obuvi aj oblečenia. V oboch kategóriách má značka NIKE zhruba 30% tržný podiel, pričom druhý najväčší konkurent má v oboch kategóriách zhruba polovičný podiel. NIKE je teda na vrchole vo svojom odvetví, na ktorý sa dostala vďaka viacerým faktorom. Jedným z nich je schopnosť uzatvárať kontrakty s celebritami a najmä športovcami v amerických a európskych ligách, aby nosili tenisky NIKE, rovnako ako nakrúcať reklamné spoty alebo upisovať si ligové tímy na výrobu dresov. Napríklad v americkej basketbalovej lige NBA, čo je jedna z najsledovanejších líg v Spojených štátoch, nosí tenisky NIKE alebo Jordan viac ako 7/10 hráčov [40] . Tieto endorsement kontrakty teda výrazne posilňujú dominantné postavenie značky a prezenciu v médiách.

Odvetvie je taktiež silno charakteristické, najmä v posledných rokoch, inováciami v oblasti designu a funkčnosti obuvi alebo oblečenia. Práve na inováciách, vynaliezavosti a “novosti” je založená celá firma NIKE, keďže od začiatku svojej existencie bola schopná prinášať revolučné kúsky a nastavila tak rýchle tempo v celom odvetví, na ktoré sa v posledných rokoch chytá iba Adidas a Under Armour.

Z pohľadu rizík a príležitostí odvetvia budú naďalej kľúčové faktory designu a inovácií. Taktiež nemôžeme podobne ako pri analýze Appleu opomenúť ani rozvíjajúce sa trhy Ázie a Afriky, v ktorých časom bude stúpať kúpyschopnosť a dopyt po luxusnejších a značkových produktoch. Znamená to, že pre NIKE aj konkurenciu bude kľúčová ich schopnosť efektívne preniknúť a etablovať sa na týchto trhoch.

11.2 INTERNÉ

11.2.1 MANAGEMENT

Podme sa teraz zamerať na interné faktory podnikania spoločnosti. Opäť začneme s managementom a pokúsime sa posúdiť efektívnosť alokácie kapitálu jednak kvalitatívne a neskôr kvantitatívne, ako

aj integritu a zosúladienie záujmov vedenia spoločnosti so záujmami akcionárov, teda vlastníkov kapitálu.

V čase písania tejto práce je CEO spoločnosti Mark Parker, ktorý však bude čoskoro nahradený svojim nástupcom Johnom Donahoeom zo spoločnosti e-bay. To je faktor, ktorý pridáva k nepredvídateľnosti z pohľadu budúceho vývoja. Taktiež budúci CEO nemá v spoločnosti žiadnu históriu, nakoľko bol najatý “zvonku” za cieľom posilnenie online predaja, s ktorým má skúsenosti z predošlej firmy. Toto potenciálne riziko plynúce z novej situácie samozrejme zohľadníme pri odhade hodnoty, no zvyšok analýzy vykonáme pre CEO Marka Parkera. Ten v spoločnosti pracoval na rôznych pozíciách od roku 1979, teda 40 rokov. Na počiatku sa zameriaval na kľúčové oddelenia NIKE-design, vývoj, marketing a management značky. V roku 2006 prebral kormidlo vedenia spoločnosti priamo od zakladateľa Philipa Knighta.

To z pohľadu profesionality a odbornosti hodnotíme veľmi pozitívne. Čo sa týka akvizícií, väčšina z nich bola uskutočnená ešte za vedenia Philipa Knighta a väčšina kúpených značiek bolo neskôr odpredaných. NIKE vlastní iba jednu dcérsku značku, a síce Converse, svojho niekdajšieho konkurenta. [45] Toto vzduchoprázdno v oblasti akvizícií hodnotíme veľmi pozitívne a vnímame to ako signál, že firma investuje do svojho core-businessu a zameriava sa na oblasti, ktorým rozumie a je v nich dobrá. Neskôr v analýze rentability uvidíme, či a ako dobre bola firma schopná zhodnocovať tento kapitál.

Je nutné taktiež podotknúť, že počas vedenia pod Markom Parkerom firma zdvojnásobila svoju veľkosť a stabilne rastie, čo hodnotíme pozitívne. V neposlednom rade hodnotíme pozitívne, že Mark Parker je po zakladateľovi a synovi zakladateľa tretím najväčším individuálnym vlastníkom akcií spoločnosti NIKE, takže môžeme konštatovať, že záujmy vedenia aj akcionárov sú zosúladené, nakoľko Mark Parker predstavuje obi dve strany. [41]

11.2.2 KONKURENČNÉ VÝHODY “MOATS”

11.2.2.1 Značka

Najsilnejším “priekopom” firmy NIKE, ktorý ju odlišuje od konkurencie a zaručuje jej dlhoročné dominantné tržné postavenie je značka a identita značky. Ako sme už naznačili vyššie, firma NIKE je postavená na inováciách a priekopníctve a istej odlišnosti od zvyšku trhu. NIKE svojim designom a produktami vždy búrala hranice a prichádzali s revolučnými nápadmi, až sa sama dostala na vrchol a stala sa zlatým štandardom. Opäť sa vrátime k citátu Setha Godina o tom, že nikto nevie, ako by vyzeral produkt od Hyatt alebo Hiltonu, no každý vie, ako by vyzeral hotel od NIKE. Je to práve táto jedinečná identita a lojalita k značke, vďaka ktorej má firma tak širokú spotrebiteľskú základňu. Značka NIKE sa teda stala symbolom pokroku a vrcholových atlétov, no zároveň mládeže, sviežosti a podobne.

11.2.2.2 Zmluvy so športovcami

Spolu so silou značky je tu druhá, doplňujúca konkurenčná výhoda, ktorá túto identitu dokáže komunikovať, a tou sú zmluvy so športovcami. Už sme vyššie hovorili o tom, že napríklad v NBA nosí 7/10 basketbalistov tenisky NIKE. NIKE samozrejme nie je obmedzený iba na basketbal a schopnosť upísať na niekoľko ročné kontrakty atlétov pomáha výrazne šíriť povedomie o značke.

Najznámejším športovcom a jedným z najväčších úspechov značky je divízia NIKE Jordan, ktorá vznikla v kolaborácii s najslávnejším basketbalistom všetkých čias Michaelom Jordanom. Táto značka ovládla nie len basketbal, ale aj mnohé subkultúry hip-hopu, populárnej hudby aj voľno časového nosenia. Najväčšia konkurencia jej hrozí zo strany Adidas, ktorá pred niekoľkými rokmi bola schopná nadviazať spoluprácu s americkou celebritou Kanyem Westom, čo Adidas zaručilo výrazný rast v tržbách, no zďaleka to nestačilo na firmu NIKE.

11.2.2.3 Veľkosť

Spoločnosť NIKE je najväčšia firma v oblasti športových topánok a oblečenia na svete s tržnou kapitalizáciou zhruba \$100 miliárd. Táto veľkosť a značné finančné prostriedky umožňujú upisovať atlétov, o čom sme hovorili vyššie. Je to akýsi začarovaný kruh-čím je spoločnosť väčšia, tým viac hotovosti a teda zmlúv so športovcami má a čím viac športovcov má, tým viac jej rastú predaje a zväčšuje sa.

11.2.3 PRODUKTY

Ako sme už naznačili pri analýze odvetvia a konkurenčných výhod, NIKE je “trend-setter” a jeho inovácie a pokrok určujú tempo a smer, akým sa trh uberá. Produkty NIKE sú taktiež vo svojej kategórii považované za prémiové a najvyššej kvality, čo sa odráža aj na cenách produktov. Spolu s jedinečnosťou značky a identity je to ideálne tržné postavenie a predpokladáme, že v najbližších rokoch tomu bude rovnako. Odvetvie je stredne rastúce ale nie je charakteristické rýchlymi zmenami alebo veľkou nepredvídateľnosťou, čo iba pomáha NIKE udržať si svoju pozíciu svojimi produktami aj naďalej.

11.3 KVANTITATÍVNA ANALÝZA

Podme teraz firmu posúdiť z kvantitatívneho hľadiska. Na základe vyššie popísaných skutočností, ako tržná dominancia, vyššie ceny produktov a pozícia lídra trhu budeme očakávať priaznivé a atraktívne výsledky hospodárenia aj celkovú finančnú pozíciu.

11.3.1 ANALÝZA ZADLŽENOSTI

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
Dlhodobý dlh	1079	2010	3471	3468	3464	
Cudzí zdroje	8893	9138	10852	12724	14677	

Vlastný kapitál	12707	12258	12407	9812	9040	
Aktíva	21600	21396	23259	22536	23717	
EBIT	4175	4502	4749	4445	4772	
nákladové úroky	39	33	82	117	124	
D/E	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Celková zadlženosť	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
Úrokové krytie	107.1	136.4	57.9	38.0	38.5	75.6

Tabuľka 17: Analýza zadlženosti NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 4: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019, Príloha 6: Výkaz ziskov a strát NIKE, Inc. 2015-2019

V tabuľke vyššie opäť vidíme vybrané ukazovatele a dáta z finančných výkazov, ktoré nám dávajú prehľad o zadlženosti podniku. Ukazovateľ D/E veľmi pomaly stúpa, no dlhodobo je na veľmi nízkej úrovni 0.3, čo hodnotíme nadmieru pozitívne. Taktiež celková zadlženosť na úrovni 0.5 nám hovorí, že podnik využíva balansované financovanie. Tieto nízke úrovne zadlženosti sa samozrejme premietli aj v ukazovateli úrokového krytia, ktorý je na veľmi vysokej úrovni, nakoľko nákladové úroky firmy sú extrémne nízke. Zadlženosť a dlhodobú stabilitu firmy teda hodnotíme veľmi pozitívne.

11.3.2 ANALÝZA LIKVIDITY

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
pohotovosť prostriedky	3852	3138	3808	4249	4466	
dlhy s okamžitou splatnosťou	6334	5358	5474	6040	7866	
OA-zásoby	11639	10187	11006	9873	10903	
krátkodobé dlhy	181	45	331	342	15	
OA	15976	15025	16061	15134	16525	
krátkodobé záväzky	6334	5358	5474	6040	7866	
Okamžitá likvidita	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
Pohotovosťná likvidita	64.3	226.4	33.3	28.9	726.9	215.9
Bežná likvidita	2.5	2.8	2.9	2.5	2.1	2.6

Tabuľka 18: Analýza aktivity NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 4: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019

Ak sa pozrieme na ukazovatele likvidity, zistíme, že firma NIKE je veľmi likvidná a stabilná. Pre výpočet okamžitej likvidity sme opäť použili všetky krátkodobé záväzky, nie iba okamžite splatné, a napriek tomu ukazovateľ dosahuje uspokojivých hodnôt. Pohotovosťná likvidita je taktiež na extrémne vysokom čísle, nakoľko firma takmer vôbec nevyužíva krátkodobý dlh. Bežná likvidita je dlhodobo marginálne vyššia ako horná hranica odporúčanej hodnoty, avšak to hodnotíme viac pozitívne ako negatívne.

11.3.3 ANALÝZA AKTIVITY

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
tržby	30601	32376	34350	36397	39117	
pohľadávky	3358	3241	3677	3498	4272	
záväzky	2131	2191	2048	2279	2612	
zásoby	4337	4838	5055	5261	5622	
doba obratu pohľadávok	40	39	44	42	51	43
doba obratu záväzkov	25	26	24	27	31	27
doba obratu zásob	52	58	60	63	67	60

Tabuľka 19: Analýza aktivity NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 4: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019, Príloha 6: Výkaz ziskov a strát NIKE, Inc. 2015-2019

Ak porovnáme priemernú dobu obratu pohľadávok (43) a záväzkov (27), zistíme, že celkovo aj v každom roku jednotlivito trvá dlhšie pohľadávky inkasovať ako firma platí svoje záväzky. To je z teoretického hľadiska nepriaznivý stav, avšak po prvé-tento rozdiel je maximálne 20 dní, čo je veľmi krátka doba a neznamená žiadne závažnejšie riziko a po druhé, s veľmi silnou hotovosťou pozíciou firmy nehrozí platobná neschopnosť alebo potenciálne komplikácie hradenia záväzkov. Doba obratu zásob je priemerne na úrovni 60 dní, čo je vyššia hodnota ako napríklad pri spoločnosti Apple, no stále sa jedná o relatívne rýchly cyklus vyskladnenia zásob. Táto vyššia doba obratu aj vysvetľuje zvýšenú bežnú likviditu firmy, nakoľko firma drží pomerne široké zásoby. Napriek tomu je zjavné, že nevyrába na sklad a teda aj keď z pohľadu aktivity nedosahuje NIKE “tabuľkových” hodnôt, v kombinácii so svojim postavením a hotovostnou pozíciou je táto situácia uspokojivá.

11.3.4 ANALÝZA RENTABILITY

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
čistý zisk EAT	3273	3760	4240	1933	4029	
vlastný kapitál	12707	12258	12407	9812	9040	
aktíva	21600	21396	23259	22536	23717	
tržby	30601	32376	34350	36397	39117	
ROE	25.8%	30.7%	34.2%	19.7%	44.6%	31.0%
ROA	15.2%	17.6%	18.2%	8.6%	17.0%	15.3%
ROS	10.7%	11.6%	12.3%	5.3%	10.3%	10.1%

Tabuľka 20: Analýza rentability NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 4: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019, Príloha 6: Výkaz ziskov a strát NIKE, Inc. 2015-2019

Na prvý pohľad je zjavné, že firma dosahuje veľmi vysokých hodnôt zhodnotenia. Ukazovateľ ROE je priemerne na úrovni 31%, čo je pri kombinácii s relatívne nízkou zadlženosťou skutočne impozantný výsledok. Taktiež ukazovateľ ROA je dlhodobo na úrovni 15%, čo je pri nízkych úrovniach dlhu veľmi pozitívne. Ukazovateľ ROS je dlhodobo nad úrovňou 10%.

Podme sa teraz pozrieť na ukazovateľ ROIC v porovnaní s priemerným nákladom kapitálu a posúdiť, či firma hodnotu vytvára, čo je jeden z primárnych ukazovateľov a kritérií pre nás ako hodnotových investorov.

ROIC %	30.8
WACC %	6.6
ROIC-WACC %	24.3

Tabuľka 21: Analýza tvorby hodnoty NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 45: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019, Príloha 6: Výkaz ziskov a strát NIKE, Inc. 2015-2019, [47].

Firma NIKE dosahuje podobných hodnôt ako firma Apple v kapitole vyššie-návratnosť investovaného kapitálu je veľmi vysoká, na úrovni zhruba 31%. V porovnaní s nákladom na tento kapitál, ktorý je vo výške 6.6%, firma evidentne hodnotu vytvára a táto výnosnosť, resp. tvorba hodnoty je skutočne výrazná. To samozrejme hodnotíme extrémne pozitívne.

Analýza rentability nám okrem iného potvrdila naše predpoklady, a síce že dominantné postavenie firmy, ceny produktov so značnou premiou sa premietnu jednak na finančnej stabilite podniku ale hlavne aj na zhodnotení kapitálu a tvorbe hodnoty.

11.3.5 INÉ UKAZOVATELE

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
FCF-to-sales	14.88%	6.61%	5.40%	9.45%	7.64%	8.80%
FCF/share	2.1	1.21	1.71	1.43	03.09	
rast FCF/share	/	-42.4%	41.3%	-16.4%	116.1%	24.66%

Tabuľka 22: Vybrané ukazovatele FCF NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 4: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019, Príloha 56: Výkaz cash-flow NIKE, Inc. 2015-2019

Pozrime sa najprv na pomer voľného cash-flow k tržbám. To počas rokov viac alebo menej kolísa, napriek tomu je dlhodobý priemer na úrovni 8.8%, čo je nad nami stanovenou hranicou 5% a hodnotíme to teda pozitívne. Problematickejší je hodnota voľného cash-flow na akciu, ktoré je veľmi volatilné a nerastie konzistentne. Preto aj priemerné hodnota rastu je veľmi vysoká, avšak nebudeme ju môcť použiť ak krátkodobú rastovú mieru, nakoľko táto skreslená hodnota by narušila odhad súčasnej hodnoty podniku.

	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	Priemer
medziročný rast tržieb	5.80%	6.10%	5.96%	7.47%	6.33%
medziročný rast čistého zisku	14.88%	12.77%	-54.41%	108.43%	20.42%

Tabuľka 23: Medziročný rast tržieb a zisku NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 6: Výkaz zisku a strát NIKE, Inc. 2015-2019

Naproti tomu je však rast tržieb veľmi konzistentný a priemerne rastú tržby medziročne tempom 6.3% ročne. To je v prvom rade pozitívny signál z pohľadu kvantitatívnej analýzy a rastu a po druhé potvrdzuje našu domnienku z kvalitatívnej analýzy, že odvetvie ešte nie je nasýtené a firma má aj do

budúcnosti priestor rásť. Podobne je na tom aj priemerný rast zisku, ten je však skreslený kvôli daňovému zákonu z roku 2017.

11.3.6 ODHAD HODNOTY

Na základe finančných ukazovateľov finančnej analýzy sme zistili, že podnik je veľmi rentabilný, finančne stabilný a pre nás najpodstatnejšie, vytvára hodnotu z kapitálu, ktorý spravuje. Ostáva nám teda posledné, odhadnúť jeho súčasnú, vnútornú hodnotu k pomere k cene a rozhodnúť, či splní všetky kritériá hodnotovej investície, teda *kvalitný podnik za dobrú cenu*.

BYCF	3,09
dlhodobá rastová miera	2,00%
rastová miera g	6,00%
DR	8,00%
DCFperpetuita	\$108
Suma DCF	\$28
Súčasná hodnota	\$136
Súčasná cena (20.4.2020)	\$89
Margin Of Safety	34%

Tabuľka 24: Odhad hodnoty NIKE, Inc. Zdroj: Príloha 5: Výkaz cash-flow NIKE, Inc. 2015-2019

BYCF sme zvolili cash-flow na akciu z roku 2019, čiže 3.09. Dlhodobú rastovú mieru sme ponechali štandardne na 2% úrovni. Krátkodobú rastovú mieru sme nepoužili hodnotu z tabuľky priemerného rastu voľného cash-flow 25%, nakoľko tieto údaje boli veľmi volatilné a skreslené. Namiesto toho sme použili hodnotu 6%, čo bola zhruba priemerná hodnota rastu tržieb spoločnosti. Veríme, že je to vhodná miera, ktorá dobre ukazuje potenciálny rast podniku do budúcnosti vzhľadom na jeho príležitosti a trhy. Diskontnú mieru sme zvolili vo výške 8%. Je vyššia ako priemerný výnos S&P500, no v čase písania práce sa mení CEO spoločnosti a to pridáva k istej nepredvídateľnosti a preto budeme v tomto ohľade radšej konzervatívny. V diskontnej miere sme však zohľadnili aj excelentnú hotovostnú situáciu a finančnú stabilitu. Po výpočte na základe vstupov nám vyšiel odhad súčasnej hodnoty na úrovni \$136. Oproti aktuálnej cene \$89 to vytvára margin of safety vo výške 34%. To je oproti odhade hodnoty Apple omnoho priaznivejšie a dáva nám do priestor väčší priestor na omyl. Taktiež treba zdôrazniť, že pri odhade hodnoty a výpočte sme boli veľmi konzervatívny, čo sa na odhade prejavilo.

12 Estee Lauder

12.1 ANALÝZA ODVETVIA

Odvetvie, v ktorom americká firma Estée Lauder podniká, má viacero úrovní. V prvom rade je to spotrebiteľský tovar, bližšie je to odvetvie kozmetiky. Tam čelí Estee Lauder značnej konkurencii od firiem ako Procter&Gamble, Loreál alebo Avon. Estee Lauder je tretí v poradí podľa tržného podielu. Avšak konkurenčné značky predávajú aj iné produkty, ktoré Estee Lauder neponúka-ako napríklad šampóny, sprchové gély a podobne. Estee Lauder sa zameriava primárne na dve veľmi špecifické odvetvia-starostlivosť o pleť a dekoratívnu kozmetiku (make-up). V tomto ohľade podľa tržného podielu vyhráva Avon, ktorý však predáva produkty strednej až nižšej strednej úrovne. Estee Lauder sa ako samostatná značka ale aj ako spoločnosť s dcérskymi spoločnosťami zameriava na vyššiu strednú až vyššiu kategóriu produktov z pohľadu kvality a ceny, kde čelí konkurencii od firiem ako Dior, Chanel alebo Lancome. V tomto segmente prémiovejších a kvalitnejších produktov je Estee Lauder líder.

Odvetvie ako také je charakteristické veľmi nízkymi bariérami na vstup a teda aj konkurencia je veľmi široká. Väčšina novovznikajúcich firiem je však pri zaznamenanom úspechu odkúpená práve konglomerátmi ako Estee Lauder alebo Loreal. Odvetvie je typické vysokou diferenciáciou, kde sa každá značka snaží čo najviac odlíšiť a pôsobiť tak na rôzne cieľové skupiny. Taktiež tu hrá veľkú rolu kvalita samotných produktov, nakoľko ich efektivita a funkčnosť ide ruka v ruku s vývojom nových technológií v oblasti biológie a chémie. Inovácie sú teda kľúčové a napriek nízkym bariéram na vstup sa lídrami trhu môžu stať iba práve veľké konglomeráty, ktoré disponujú dostatočnými finančnými prostriedkami na vývoj nových produktov. Je to stredne rýchlo rastúce odvetvie-existuje už desiatky rokov, no práve vďaka inováciám v oblasti vedy sa stále vyvíja a tento vývoj bude naďalej pokračovať. Schopnosť naďalej úspešne vyvíjať kvalitné produkty bude kľúčová pre ziskovosť a samotné prežitie týchto firiem.

12.2 INTERNÉ

12.2.1 MANAGEMENT

V teoretickej časti práce sme pojednávali o tom, prečo je dôležité, aby boli zosúladené hodnoty a ciele vedenia a akcionárov a vysvetlili sme taktiež, prečo je to dôležité najmä pri akciových spoločnostiach s rozptýleným vlastníctvom. Firmy Estee lauder sa tento problém týka minimálne, nakoľko rodina zakladateľov dodnes vlastní zhruba 40% akcií a disponuje 87% hlasovacích práv. [42] Väčšina majetku rodiny je teda práve v akciách firmy. Rovnako tak sú členovia rodiny, ktorý s firmou celý život vyrastali, v aktívnom vedení alebo dohľade nad spoločnosťou, čo ešte viac chráni ich ako vlastníkov kapitálu a teda aj nás ako externých investorov. Je to teda ideálna situácia, kedy zakladatelia resp. ich potomkovia stále vlastnia väčšinu akcií.

Z pohľadu alokáciu kapitálu môžeme usúdiť, že mnohé z akvizícií boli veľmi úspešné a investorom priniesli veľkú hodnotu. Značky, ktoré firma dlhoročne vlastní, ako napríklad Bobbi Brown alebo MAC firma kúpila vo veľmi ranom štádiu ich existencie, nakoľko bola schopná rozpoznať ich potenciál. Dnes sú tieto značky integrálnou súčasťou konglomerátu a tvoria veľké časti tržieb aj ziskov spoločnosti a taktiež sú to značky, ktoré sú vo svete kozmetiky a make-upu lídrami s dobre ustálenou pozíciou.

Viac o efektívite a alokácii kapitálu budeme pojednávať v kvantitatívnej časti, kedy budeme hodnotiť zhodnotenie kapitálu a tvorbu hodnotu.

12.2.2 KONKURENČNÉ VÝHODY „MOATS“

12.2.2.1 Zameranie sa

Jednoznačnou konkurenčnou výhodou firmy Estee Lauder je zameranie sa na špecifický trh prémiových, no stále dostupných produktov. Väčšina značiek v portfóliu firmy Estee Lauder by sa dali charakterizovať ako vyššia stredná až vyššia vrstva a firma teda podniká a pracuje s takým marketingovým mixom, ktorému dobre rozumie. Etablovala sa ako firma predávajúca “dostupný luxus”, čo znamená, že si môže účtovať vyššie ceny produktov no stále predávať veľké objemy. Viac o samotných produktoch budeme hovoriť v kapitole na to určenej.

12.2.2.2 Diverzifikácia [43]

Nadpis tejto konkurenčnej výhody sa môže zdať v priamom rozpore s predošlou, no nie je tomu tak. Firma vlastní viacero dcérskych spoločností, ktoré sú zamerané a predávajú prémiové produkty, ale v rôznych kategóriách, v čom diverzifikácia spočíva. Najznámejšie značky z jej portfólia sú:

- Clinique: Clinique je značka kozmetiky, ktorá bola založená dermatológom a s týmto posolstvom je doteraz spájaná. Vytvára produkty, ktorú zohľadňujú zdravotnú a dermatologickú stránku veci a je teda schopná osloviť zákazníkov, ktorí majú buď rôzne špecifické požiadavky kvôli dermatologickým diagnózam alebo zákazníkov, ktorí preferujú produkty s čisto vedeckým pozadím
- Bobbi Brown je značka dekoratívnej kozmetiky vyvinutá make-up artistom, ktorá taktiež poskytuje produkty vysokej kvality za prémiové ceny. Okrem iného je značka špecifická tým, že je skutočne globálna a zameriava sa na dekoratívnu kozmetiku pre ženy všetkých farieb pleti, v čom bola veľmi priekopníčka.
- MAC je značka, ktorá sa preslávila a dodnes je považovaná za jednotku pre profesionálnych make-up artistov, ktorý líčia celebrity, filmové hviezdy a podobne. Taktiež je to prémiová značka, ktorá okrem plnenia potrieb profesionálov prináša bežným spotrebiteľom skutočne profesionálne produkty, ktoré môžu používať pre bežnú spotrebu. Okrem iného je MAC lídrom trhu v oblasti prémiovej dekoratívnej kozmetiky.
- La Mer je značka, ktorá je cenovo aj kvalitatívne asi najvyššie z celého portfólia a poskytuje produkty v absolútne špičkovej kvalite z najkvalitnejších ingrediencií a najpokrokovejších technológií v tejto oblasti. Značka tak podchycuje tú najnáročnejšiu časť spotrebiteľov

12.2.2.3 Veľkosť

Ako sme už popísali v analýze odvetvia, firma vďaka svojej veľkosti disponuje dostatočnými finančnými zdrojmi na extenzívny vývoj produktov špičkovej kvality, na ktorých je postavený business model. Môže si taktiež dovoliť uskutočňovať akvizície menších firiem a upevňovať tak svoje postavenie lídra trhu v oblasti prémiovej kozmetiky.

12.2.3 PRODUKTY FIRMY

Už sme viackrát ustanovili, že produkty firmy sú prémiové, vysoko kvalitné a tomu samozrejme zodpovedá aj ich cena. Cieľová skupina je stredná, vyššia stredná a vyššia trieda-pracujúce ženy nad 30 rokov, ktoré disponujú dostatočnými finančnými prostriedkami na tieto produkty a zároveň si potrpia na svoj zovňajšok a vyžadujú kvalitu a teda aj zaručený účinok produktov. Takéto vymedzenie je pre firmu výhodné aj do budúcnosti z dvoch dôvodov-prvým je trend rastúceho povedomia o kozmetických produktoch, ich efektoch a najmä dôležitosti ich používania z pohľadu krásy a zdravia. Druhým dôvodom je rastúca globálna stredná až vyššia vrstva obyvateľstva, ktorá čoraz viac zväčšuje dopyt po práve takýchto prémiových produktoch. Do budúcnosti teda očakávame stabilný rast spolu s rastom bohatstva obyvateľstva.

12.3 KVANTITATÍVNA ANALÝZA

Ako vždy začneme analýzou zadlženosti a posúdením finančného zdravia podniku. V tabuľke nižšie vidíme hodnoty vybratých finančných ukazovateľov a údajov z finančných výkazov firmy.

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
Dlhodobý dlh	1608	1910	3383	3361	2896	
Cudzíe zdroje	4596	5651	7184	7879	8770	
Vlastný kapitál	3643	3572	4384	4688	4386	
Aktíva	8239	9223	11568	12567	13156	
EBIT	1606	1743	1918	2283	2619	
nákladové úroky	60	71	103	128	133	
D/E	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
Celková zadlženosť	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
Úrokové krytie	26.8	24.5	18.6	17.8	19.7	21.5

Tabuľka 25: Analýza zadlženosti Estee Lauder Zdroj: Príloha 7: Súvaha The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019, Príloha 9: Výkaz ziskov a strát The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

Ako vidíme, ukazovateľ D/E je dlhodobo priemerne na úrovni 0.6. To je iba marginálne vyššie ako nami odporúčaná hodnota 0.5 a hodnotíme to pozitívne. Taktiež celková zadlženosť je na úrovni 0.6, čo znamená, že firma využíva mierne agresívneho spôsobu financovania. To je z pohľadu na rozvoj a prenikanie na nové trhy úplne v poriadku a udržateľné. V kombinácii s veľmi vysokým úrokovým krytím, ktoré je dlhodobo na úrovni zhruba 20 celkovú dlhovú situáciu firmy Estee Lauder, hodnotíme situáciu veľmi pozitívne.

12.3.1 ANALÝZA LIKVIDITY

Opäť pokračujeme už tradične a nadviažeme analýzou likvidity, ktorá nám podá hlbší obraz o stabilite spoločnosti.

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
pohotovú platobnú prostriedky	1021	914	1136	2181	2987	
dlhy s okamžitou splatnosťou	2136	2680	2823	3310	4605	
OA-zásoby	3252	2962	3485	4550	5206	
krátkodobé dlhy	30	332	189	183	516	
OA	4468	4225	4964	6168	7212	
krátkodobé záväzky	2136	2680	2823	3310	4605	
Okamžitá likvidita	0.5	0.3	0.4	0.7	0.6	0.5
Pohotová likvidita	108.4	8.9	18.4	24.9	10.1	34.1
Bežná likvidita	2.1	1.6	1.8	1.9	1.6	1.8

Tabuľka 26: Analýza likvidity Estee Lauder. Zdroj: Príloha 7: Súvaha The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

Na výpočet okamžitej likvidity sme opäť museli použiť celkové krátkodobé záväzky, nie len tie po splatnosti. Napriek tomu je výsledná hodnota na prijateľnej úrovni. Pohotovostná likvidita výrazne prevyšuje odporúčané hodnoty, čo je spôsobené absenciou krátkodobých dlhov, čo je pri firme podobnej veľkosti normálne. Bežná likvidita dosahuje odporúčaných hodnôt, čo nám hovorí, že firma disponuje dostatkom prostriedkom na úhradu záväzkov no zároveň nehromadí zbytočne hotovosť a využívajú pri podnikaní, čo hodnotíme pozitívne.

12.3.2 ANALÝZA AKTIVITY

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
tržby	10780	11262	11824	13683	14863	
pohľadávky	1174	1258	1395	1487	1831	
záväzky	635	717	835	1182	1490	
zásoby	1216	1263	1479	1618	2006	
doba obratu pohľadávok	40	43	47	50	62	48
doba obratu záväzkov	22	24	28	40	50	33
doba obratu zásob	41	43	50	55	68	51

Tabuľka 27: Analýza aktivity Estee Lauder. Zdroj: Príloha 7: Súvaha The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019, Príloha 9: Výkaz ziskov a strát The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

Pri analýze aktivity vidíme, že nastáva veľmi podobná situácia ako pri predošlej analýze spoločnosti NIKE. Pohľadávky sú inkasované v priemere o 15 dní neskôr, ako sú platené záväzky, čo nie je síce

ideálny stav, no 15 dňové obdobie je veľmi krátky časový úsek, ktorý firma na základe svojej hotovostnej pozície dokáže bez problém pokryť. Toto teda hodnotíme neutrálne.

Čo sa týka doby obratu zásob, tá je na úrovni 51 dní. Nejedná sa teda o výrobný systém Just-in-time, no z podstaty výrobku, ktorý je náročnejší na výrobu je pochopiteľná o čosi dlhšia doba obratu. Taktiež 51 dní je doba, ktorá jednoznačne spĺňa ideálne hodnoty. Celkovú situáciu aktivity teda hodnotíme skôr pozitívne.

12.3.3 ANALÝZA RENTABILITY

Ako pri predošlých dvoch spoločnostiach, aj firma Estee Lauder je podobne finančne stabilná a zdravá. To je pre nás samozrejme veľmi dôležité, aby sme zabránili prípadnej trvalej strate kapitálu. Teraz nám ostáva posúdiť rentabilitu podniku, t.j. jeho ziskovosť.

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
čistý zisk EAT	1089	1115	1249	1108	1785	
vlastný kapitál	3643	3572	4384	4688	4386	
aktíva	8239	9223	11568	12567	13156	
tržby	10780	11262	11824	13683	14863	
ROE	29.9%	31.2%	28.5%	23.6%	40.7%	30.8%
ROA	13.2%	12.1%	10.8%	8.8%	13.6%	11.7%
ROS	10.1%	9.9%	10.6%	8.1%	12.0%	10.1%

Tabuľka 28: Analýza rentability Estee Lauder. Zdroj: Príloha 7: Súvaha The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019, Príloha 97: Výkaz ziskov a strát The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

Ukazovateľ ROE je priemerne vo výške zhruba 31%. To je samozrejme veľmi priaznivý stav a značí výbornú návratnosť kapitálu. Nakoľko je však ukazovateľ D/E vyšší, musíme posúdiť aj ukazovateľ ROA, pretože dlhodobý dlh môže ukazovateľ ROE skresľovať. ROA je priemerne na úrovni zhruba 12%, čo je dvakrát viac ako nami odporúčaná hodnota. Podobne ako pri firme NIKE je ROS dlhodobo na úrovni zhruba 10%, čo značí, že desatina tržieb ostane vo firme vo forme čistého zisku. Táto skutočnosť je veľmi priaznivá a spolu s ostatnými ukazovateľmi rentability hodnotíme celkovú situáciu veľmi pozitívne.

Podme sa teraz pozrieť na pre nás kľúčový ukazovateľ ROIC v porovnaní s WACC.

ROIC	23.0
WACC	6.1
ROIC-WACC	16.9

Tabuľka 29: Analýza tvorby hodnoty Estee Lauder. Zdroj: Príloha 9: Výkaz ziskov a strát The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019, [48]

Hodnota ROIC je na úrovni 23%. To je relatívne vysoká hodnota a v porovnaní s WACC vo výške 6% je to ešte impozantnejšie, keďže ROIC je takmer 4-krát vyšší ako priemerný náklad kapitálu. Z hodnôt *je zjavné, že firma Estee Lauder hospodárením hodnotu vytvára, čo hodnotíme veľmi pozitívne.*

12.3.4 INÉ UKAZOVATELE

	2015	2016	2017	2018	2019	Priemer
FCF-to-sales	8.80%	7.67%	7.27%	7.52%	9.34%	8.12%
FCF/share	3.37	3.56	3.26	5.12	4.59	
rast FCF/share	/	5.6%	-8.4%	57.1%	-10.4%	10.98%

Tabuľka 30: Vybrané ukazovatele FCF Estee Lauder. Zdroj: Príloha 8: Výkaz cash-flow The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019, Príloha 7: Súvaha The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

Na základe údajov z tabuľky vidíme, že priemerná výška voľného cash-flow k tržbám je na uspokojivej výške a nad nami stanovenou hranicou, a síce vo výške zhruba 8%. To hodnotíme samozrejme pozitívne. Neutrálne hodnotíme výšku voľného cash-flow na akciu, ktoré síce v čase rastie, no nie úplne stabilne a je o čosi volatilnejšie, ako by sme si predstavovali. Hodnota priemerného medziročného rastu 11% je však uspokojivá.

	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	Priemer
medziročný rast tržieb	4.47%	4.99%	15.72%	8.62%	8.45%
medziročný rast čistého zisku	2.39%	12.02%	-11.29%	61.10%	16.05%

Tabuľka 31: Medziročný rast tržieb a zisku Estee Lauder. Zdroj: Príloha 9: Výkaz ziskov a strát The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

Veľmi pozitívne hodnotíme stabilný a plynulý rast tržieb. Opäť sa potvrdzuje naša domnienka, že firma má stále priestor na budúci rast a že dopyt po luxusnejších produktoch v čase stále rastie. Priemerná hodnota zhruba 8.5% je taktiež na spoločnosť tejto veľkosti impozantná. Pozitívne taktiež hodnotíme rast čistého zisku napriek vyššej volatilitate tohto rastu.

12.3.5 ODHAD HODNOTY

Dostávame sa teda do poslednej fázy kvantitatívnej analýzy firmy Estee Lauder a na základe posúdenia kvalitatívnej aj kvantitatívnej situácie podniku budeme odhadovať súčasnú hodnotu firmy, resp. jej akcií.

BYCF	4,59
dlhodobá rastová miera	2,00%
rastová miera g	8,00%

DR	7,00%
DCFperpetuita	\$234
Suma DCF	\$48
Súčasná hodnota	\$282
Súčasná cena (20.4.2020)	\$167
Margin Of Safety	41%

Tabuľka 32: Odhad hodnoty Estee Lauder. Zdroj: Príloha 8: Výkaz cash-flow The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

Base year cash-flow sme ako vždy zadali voľné cash-flow na akciu za rok 2019. Dlhodobá rastová miera bola taktiež ponechaná na konzervatívnych 2%. Krátkodobá rastová miera je vo vstupoch 8%. Rozhodli sme sa vychádzať zo stabilnejšieho rastu tržieb ako síce z vyššieho priemerné rastu voľného cash-flow vo výške 11%, no o čosi volatilnejšieho a horšie predvídateľného. Taktiež veríme, že hodnota 8% dobre odráža potenciálny rast firmy v najbližších rokoch pri raste bohatstva populácie a dopyte po prémiových produktoch rovnako ako schopnosť firmy naďalej vyvíjať špičkové produkty a udržať svoju tržnú pozíciu, prípadne ju vylepšiť. Diskontnú mieru sme zvolili 7%, teda priemerný dlhodobý výnos S&P500. Nevideli sme žiadne ďalšie negatívne faktory, pre ktoré by sme museli diskontnú mieru navyšovať.

Pri zadaných hodnotách, ktoré sú podľa nášho názoru konzervatívne, no vyvážené nám vyšiel odhad hodnoty na \$282. Oproti súčasnej cene \$167 sa teda akcia firmy Estee Lauder kvalifikuje na hodnotovú investíciu aj s margin of safety v uspokojivej výške 41%.

13 ROZHODNUTIE A VÝBER

Prešli sme si kvalitatívnou aj kvantitatívnou analýzou troch vybraných firiem, ktoré sme vybrali na základe zvolených kritérií vo filtračnom nástroji. Na základe teoretického východiska o hodnotových investíciách, resp. spoločnostiach, ktoré sa svojim podnikaním môžu kvalifikovať ako hodnotové, sme zvolili kritériá ROE v minimálnej výške 10% ako predpoklad efektívnej alokácie kapitálu managementom spoločnosti, ROS taktiež vo výške aspoň 10% ako indikáciu vysokej ziskovej marže a teda dominantnej tržnej pozície a tvorby atraktívneho výsledku hospodárenia, rast tržieb za posledných päť rokov aspoň 5%, pretože sme hľadali spoločnosti, ktoré naďalej rastú a nestagnujú, nakoľko rast je vždy súčasťou hodnoty. Okrem týchto kvantitatívnych faktorov sme sa zamerali na spoločnosti v USA kvôli veľkému množstvu emitentov, veľkosti trhu, právnenému prostrediu a ekonomickej situácii. V neposlednom rade sme hľadali spoločnosti iba v odvetví spotrebiteľských produktov, pretože z pohľadu porozumenia podnikaniu v tomto odvetví máme pocit, že mu rozumíme najlepšie.

Na základe týchto kritérií a zoradení podľa veľkosti sme sa venovali spoločnostiam Apple, Inc. NIKE, Inc. A The Estee Lauder Companies Inc. Nie je náhoda, že ako výsledok hľadania sa nám objavili práve tieto svetoznáme značky, ktoré sú lídrami trhu. Potvrďuje to našu hypotézu, že firmy, ktoré sú schopné viesť trh a disponujú silnými „priekopami“, teda konkurenčnými výhodami ako napríklad značka, sú schopné efektívne alokovať kapitál a sú vedené kompetentnými ľuďmi budú dosahovať nadštandardných výnosov a ziskov, čo je pre nás ako hodnotových investorov dôležité.

Z pohľadu kvantitatívnej analýzy zadlženosti, likvidity, aktivity aj rentability prešli všetky tri spoločnosti na výbornú. Dosahovali uspokojivých alebo nadmieru uspokojivých hodnôt a z pohľadu stability, finančného zdravia alebo efektivity sme nevnímali žiaden problém. Taktiež pre nás z pohľadu hodnotového investovanie bol extrémne podstatný faktor tvorby hodnoty, kde všetky tri spoločnosti dosahovali fenomenálnych výsledkov tvorby hodnoty a efektívnej alokácie kapitálu. Z pohľadu odhadu hodnoty, pri ktorej sme vo všetkých prípadoch vhodne a veľmi konzervatívne zhodnotili historické výsledky, potenciálny rast a najmä diskontnú mieru nám vo všetkých troch prípadoch vyšli hodnota vyššia ako aktuálna tržná cena. Margin of safety bol pri spoločnosti Apple 16%, pri spoločnosti NIKE 34% a pri Estee Lauder 41%.

Z pohľadu kvalitatívnej analýzy, všetky tri spoločnosti boli vedené skúsenými ľuďmi s výbornými výsledkami, efektívnou alokáciou kapitálu a taktiež vedúci pracovníci boli najväčší individuálni držiteľia akcií spoločností, ktoré viedli, čo vnímame veľmi pozitívne a je to skvelé znamenie. Všetky tri spoločnosti taktiež disponovali silnými konkurenčnými výhodami a boli lídrami trhu. Problém sme vnímali pri spoločnosti Apple, ktorá je síce inovátorom a vždy sa vedela dobre prispôsobiť požiadavkám trhu alebo ich dokonca priamo vytvárať, no oblasť spotrebnej elektroniky, nano počítačov a podobne je niečo, čo v najbližších 10 rokov budeme predvídať omnoho ťažšie ako napríklad odvetvie obuvi a oblečenia, v ktorom pôsobí NIKE alebo odvetvie dekoratívnej a nedekoratívnej kozmetiky, v ktorej pôsobí Estee Lauder.

Na základe **komplikovanej predikcie** odvetvia spoločnosti Apple, ako aj **nízky margin of safety vo výške 16%** *zamietame* alokáciu kapitálu a investovanie do spoločnosti Apple. Naproti tomu **spoločnosť NIKE** dosahovala **margin of safety vo výške 34%**, a dosahovala teda nami odporúčanú spodnú hranicu. Samozrejme by sme margin of safety videli omnoho vyšší, no pri **zohľadnení zadania veľmi konzervatívnej rastovej miery napriek veľmi pozitívnym vyhladkam** v odvetví a podnikaní spoločnosti NIKE a **vysokoj diskontnej miery odporúčame investíciu do spoločnosti NIKE** a alokáciu kapitálu. To isté platí aj pri spoločnosti **The Estee Lauder Companies**, pri ktorej sme nebadali žiadnu skutočnosť, ktorá by odporovala hodnotovej investícii. Pri odhade hodnoty sme taktiež používali **veľmi konzervatívne rastové miery, vysokú diskontnú mieru napriek veľmi pozitívnym vyhladkam** v oblasti luxusnej kozmetiky. **Margin of safety dosiahol výšku 41%**, čo je pri takto konzervatívnom odhade hodnoty viac ako uspokojivé a teda *odporúčame investíciu do spoločnosti Estee Lauder a alokáciu kapitálu vo forme nákupu akcií*.

14 Záver

Táto bakalárska práca sa skladá z troch hlavných častí, pričom každá má svoje jednotlivé podkapitoly. V prvej časti sme prácu uviedli, zadefinovali sme hlavný cieľ práce ako aj parciálne ciele tejto práce. Následne sme navrhli postup riešenia na dosiahnutia cieľov a uviedli sme metodiku a metodické postupy, ktorými sme postupovali pri dosahovaní týchto cieľov. Druhá časť, teda teoretické východiská práce, sa venovala investovaniu ako takému a aj rôznym typom investovania. Na základe komparácie jednotlivých prístupov sme vyvodili záver o zvolení investičného prístupu hodnotového investovania. Ďalej sme na základe literárnych rešeršov a analýz skúmali postupy a kľúčové prvky hodnotového investovania-najmä kvalitatívne prvky ako hospodárenie managementu akciových spoločností s prebytočnou hotovosťou a jej alokáciou, budovaní konkurenčných výhod vedúcich k nadštandardným ziskom týchto spoločností, externé faktory ako právne prostredie v krajine,

v ktorej spoločnosť podniká, ekonomická situácia v tejto krajine, rozvinutosť trhu a podobne. Ďalej sme analýzou rozobrali kvantitatívne kritériá hodnotových investícií ako finančná stabilita, likvidita a vysoká rentabilita. Spolu s tým sme pojednávali o tom, ako kvantitatívne určiť, či vedeniu podniku alokáciou prebytočného kapitálu hodnotu vytvára a prečo je to z nášho pohľadu kľúčový faktor. Na záver sme ukázali, ako sa na základe finančných výkazov a kvalitatívneho zhodnotenia akciovej spoločnosti a jej podnikania dá odhadnúť hodnota celej spoločnosti, resp. jej akcií, ktorá bola následne porovnávaná s tržnou cenou na determináciu, či sa jedná o hodnotovú investíciu, resp. či bude možné daný akciový titul zaradiť do portfólia. Všetky tieto čiastkové faktory sme syntézou spojili do jednotného investičného prístupu a návrhu riešenia problematiky, teda alokáciu kapitálu do akciových spoločností. Vrátili sme sa teda tak aj k definícii hodnotového investovania ako alokácia kapitálu do *“spoločností, ktorým rozumieme, s priaznivými dlhodobými vyhlídkami, vedené poctivými a kompetentnými ľuďmi, dostupné za atraktívne ceny”* [8, s. 112].

Následne sme pristúpili k praktickému riešeniu zadanej problematiky a snažili sme sa uplatniť nami zadané postupy. Filtráciou emitentov na základe kritérií ako odvetvie, ktorému rozumieme, veľkosti spoločnosti, rentability vlastného kapitálu a rast tržieb sme našli tri potenciálne hodnotové investície v podobe akciových spoločností Apple, Inc., NIKE, Inc. a The Estee Lauder Companies, Inc. Na kvalitatívnu analýzu spoločností sme využívali množstvo zdrojov za cieľom správne a úplne pochopiť situáciu v spoločnosti. Využívali sme dáta o tržných podieloch, segmentácii trhu, konkurencii, vnímaní a sile značiek spoločností alebo iných konkurenčných výhod, ktoré sme u spoločností badali. Taktiež sme využívali dáta o držbe akcií daných spoločností vedením spoločností, historické výsledky daných vedení a podobne. Na posúdenie situácie spoločností z kvantitatívneho hľadiska sme využívali finančné výkazy spoločností dostupné v prílohách tejto práce. Taktiež sme situáciu neposudzovali iba za ostatný rok 2019, ale za celkovo päť rokov od roku 2015-2019. Takto sme mohli dostať prehľad o vývoji vybraných ukazovateľov ako aj o priemerných hodnotách. Najväčší dôraz sme kládli na analýzu zadlženosti, nakoľko dôkladné prevedenie tejto analýzy nám pomáha správne posúdiť potenciálne riziko trvalej straty kapitálu, čo je z pohľadu hodnotového investovania najhorší možný scenár. Taktiež sme sa mimoriadny dôraz kládli na posúdenie rentability a tvorby hodnoty managementom spoločnosti ako kľúčového faktoru dlhodobo efektívne fungujúceho podniku, ktorý prináša akcionárov hodnotu. Na záver sme veľký dôraz kládli na odhad hodnoty, kde sme k odhadu pristupovali veľmi konzervatívne, čo sme premietlo v zadaných vstupoch-najmä rast podniku a diskontná miera. Takto sme vypočítali odhad vnútorných hodnôt vybraných spoločností a na základe celkového posúdenia situácie ako aj rozdielu medzi cenou a hodnotou, teda „margin of safety“ sme rozhodli o zaradení spoločností NIKE, Inc. a The Estee Lauder Companies, Inc. do hodnotového portfólia. Naopak sme zamietli zaradenie spoločnosti Apple, Inc. do portfólia, nakoľko „margin of safety“ nebol dostatočný, aby kompenzoval ťažšie predvídateľné odvetvie spotrebnej elektroniky. Veríme tak, že veľmi komplexné a ako kvalitatívne, tak kvantitatívne posúdenie situácie vybraných firiem viedlo k naplneniu zadaného cieľa.

Použitá literatura

- [1] GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. První dotisk prvního vydání. Praha: Grada, 2015. Investice. ISBN 978-80-247-5375-1.
- [2] BORKOVEC, Aleš. *Akciová společnost a rozptýlené vlastnictví*. 1. vydání. Praha: Leges, 2013. Teoretik. ISBN 978-80-7502-019-2.
- [3] SMITH, Adam. *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*. První. Praha: Liberální institut, 2016. ISBN 978-808-6389-608.
- [4] SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. První. Praha: Grada, 2011. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3860-4.
- [5] FABOZZI, Frank J., Harry M. MARKOWITZ, ed. *The theory and practice of investment management: asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies*. 2. vyd. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011. ISBN 978-0-470-92990-2.
- [6] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2014. ISBN 978-80-2-7-3671-6.
- [7] CROSBY, Daniel. *The behavioral investor*. First edition. Hampshire: Harriman House, 2018. ISBN 978-0-85719-686-6.
- [8] CUNNINGHAM, Lawrence A. *The essays of Warren Buffet: Lessons for investors and managers*. Fifth edition. Singapore: John Wiley & Sons Singapore, 2014. ISBN 978-1-118-82115-2.
- [9] LYNCH, Peter. *One Up On Wall Street: One Up On Wall Street: How To Use What You Already Know To Make Money In The Market*. Second Edition. New York: SIMON & SCHUSTER PAPERBACKS, 2000. ISBN 0743200403.
- [10] FISHER, Phillip A. *Common stocks and uncommon profits and other writings*. Second Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003. ISBN 0-471-44550-9.
- [11] BRODERSEN, Stig a Preston PYSH. *Warren Buffett Accounting Book: Reading Financial Statements for Value Investing*. 2nd ed. Saxonburg: Pylon Publishing, 2014. ISBN 9781939370150.
- [12] ARNOLD, Glen. *Průvodce Financial Times: jak vybírat podhodnocené akcie a vydělat na jejich růstu*. Vydání první. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-2768-1.
- [13] KNIGHT, Philip H. *Shoe dog*. First edition. London: Simon & Schuster UK, 2016. ISBN 978-1-4711-4672-5.
- [14] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.
- [15] BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. *Teorie a praxe firemních financí*. 2., aktualiz. vyd. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.

Internetové zdroje

- [16] *Statista* [online]. New York: Statista, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/295632/etf-us-net-assets/>
- [17] *Statista* [online]. New York: Statista, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/350525/number-etfs-usa/>
- [18] BEATTIE, Dominic. Do higher fees charged by managed funds result in higher returns? *Canstar* [online]. Brisbane: CANSTAR Pty Limited, 2018, 6 March 2018 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.canstar.com.au/managed-funds/managed-funds-how-do-fees-compare/>
- [19] *Investopedia* [online]. New York: Investopedia, LLC., 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/ask/answers/042415/what-average-annual-return-sp-500.asp>
- [20] *ETFdb.com* [online]. Edmonton: ETFdb, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://etfdb.com/compare/volume/>
- [21] *Business Dictionary* [online]. New York: WebFinance, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <http://www.businessdictionary.com/definition/growth-investing.html>
- [22] *The Motley Fool* [online]. Alexandria: The Motley Fool, 2015 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.fool.com/investing/general/2015/02/04/warren-buffett-forget-about-value-vs-growth-invest.aspx>
- [23] *Morningstar* [online]. Chicago: Morningstar, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.morningstar.com/stocks/xnas/aapl/quote>
- [24] *CNBC* [online]. New York: CNBC, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.cnbc.com/2019/05/15/warren-buffetts-berkshire-hathaway-reveals-900-million-amazon-stake.html>
- [25] *Wikipedia* [online]. San Francisco: Wikimedia Foundation, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Developed_market
- [26] *Investopedia* [online]. New York: Investopedia, 2019 [cit. 2020-05-03]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/p/principal-agent-problem.asp>
- [27] *Harvard Business Review* [online]. Boston: Harvard Business Publishing, 2016 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://hbr.org/2016/06/ma-the-one-thing-you-need-to-get-right>
- [28] *Investopedia* [online]. New York: Investopedia, 2019 [cit. 2020-05-03]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp>
- [29] *Statista* [online]. New York: Statista, 2020 [cit. 2020-05-03]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/264810/number-of-monthly-active-facebook-users-worldwide/>
- [30] *Investopedia* [online]. New York: Investopedia, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp>
- [31] *Investing.com* [online]. Doral: Fusion Media, 2020 [cit. 2020-05-05]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>
- [32] *TradingEconomics.com* [online]. New York: TRADING ECONOMICS, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>
- [33] *Wikipedia* [online]. San Francisco: Wikimedia Foundation, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: [https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_\(PPP\)_per_capita](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(PPP)_per_capita)
- [34] *CSIMarket.com* [online]. Coral Springs: CSIMarket, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://csimarket.com/stocks/competitionSEG2.php?code=AAPL>
- [35] *FORM 10-K: ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934*. Apple, Inc. Cupertino, CA, 2019.

- [36] *Wikipedia* [online]. San Francisco: Wikimedia Foundation, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Apple
- [37] *Investopedia* [online]. New York: Investopedia, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/articles/markets/120115/top-5-apple-shareholders.asp>
- [38] Seth Godin Breaks Down the Brilliance of Nike's Brand Strategy. In: *YouTube* [online]. San Bruno: Google, 2018, 2.12.2018 [cit. 2020-05-05]. Dostupné z: https://www.youtube.com/watch?v=RZ-i3A4_6HE
- [39] *CSIMarket.com* [online]. Coral Springs: CSIMarket, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://csimarket.com/stocks/competitionSEG2.php?code=NKE>
- [40] *Baller Shoes DB* [online]. New York: Baller Shoes DB, 2019 [cit. 2020-05-05]. Dostupné z: <https://ballershoesdb.com/blog/popular-shoes-and-brands-worn-by-players-around-the-nba-2019/>
- [41] *Investopedia* [online]. New York: Investopedia, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/articles/insights/052516/top-4-nike-shareholders-nke.asp>
- [42] *The Estée Lauder Companies website* [online]. New York: Estee Lauder Companies, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.elcompanies.com/en/investors/stock-information/ownership-profile>
- [43] *Estée Lauder* [online]. New York: Estée Lauder, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.esteelauder.com/estee-stories-article-5-things-you-didnt-know-about-estee-lauder>
- [44] *Wikipedia* [online]. San Francisco: Wikimedia Foundation, 2017 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Tax_Cuts_and_Jobs_Act_of_2017#Corporate_tax
- [45] *Wikipedia* [online]. San Francisco: Wikimedia Foundation, 2019 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/Nike,_Inc.#Acquisitions
- [46] *GuruFocus.com* [online]. Allen: GuruFocus.com, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/term/wacc/aapl/Weighted+Average+Cost+Of+Capital+%2528WACC%2529>
- [47] *GuruFocus.com* [online]. Allen: GuruFocus.com, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/term/wacc/nke/WACC-Percentage>
- [48] *GuruFocus.com* [online]. Allen: GuruFocus.com, 2020 [cit. 2020-05-02]. Dostupné z: <https://www.gurufocus.com/term/wacc/EL/Weighted+Average+Cost+Of+Capital+%2528WACC%2529/Estee+Lauder+Cos+Inc>

Zoznam príloh

Príloha 1: Súvaha Apple, Inc. 2015-2019	70
Príloha 2: Výkaz cash-flow Apple, Inc. 2015-2019	71
Príloha 3: Výkaz ziskov a strát Apple, Inc. 2015-2019	72
Príloha 4: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019	73
Príloha 5: Výkaz cash-flow NIKE, Inc. 2015-2019.....	73
Príloha 6: Výkaz ziskov a strát NIKE, Inc. 2015-2019.....	74
Príloha 7: Súvaha The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019	75
Príloha 8: Výkaz cash-flow The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019	76
Príloha 9: Výkaz ziskov a strát The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019	76

APPLE INC (AAPL) CashFlowFlag BALANCE SHEET					
Fiscal year ends in September. USD in millions except per share data.	2015-09	2016-09	2017-09	2018-09	2019-09
Assets					
Current assets					
Cash					
Cash and cash equivalents	21120	20484	20289	25913	48844
Short-term investments	20481	46671	53892	40388	51713
Total cash	41601	67155	74181	66301	100557
Receivables	16849	15754	17874	23186	22926
Inventories	2349	2132	4855	3956	4106
Deferred income taxes	5546				
Other current assets	23033	21828	31735	37896	35230
Total current assets	89378	106869	128645	131339	162819
Non-current assets					
Property, plant and equipment					
Gross property, plant and equipment	49257	61245	75076	90403	95957
Accumulated Depreciation	-26786	-34235	-41293	-49099	-58579
Net property, plant and equipment	22471	27010	33783	41304	37378
Equity and other investments	164065	170430	194714	170799	105341
Goodwill	5116	5414	5717		
Intangible assets	3893	3206	2298		
Other long-term assets	5556	8757	10162	22283	32978
Total non-current assets	201101	214817	246674	234386	175697
Total assets	290479	321686	375319	365725	338516
Liabilities and stockholders' equity					
Liabilities					
Current liabilities					
Short-term debt	10999	11605	18473	20748	16240
Accounts payable	35490	37294	49049	55888	46236
Accrued liabilities	25181	22027	25744		
Deferred revenues	8940	8080	7548	7543	5522
Other current liabilities				32687	37720
Total current liabilities	80610	79006	100814	116866	105718
Non-current liabilities					
Long-term debt	53463	75427	97207	93735	91807
Deferred taxes liabilities	24062	26019	31504	426	
Deferred revenues	3624	2930	2836	2797	
Other long-term liabilities	9365	10055	8911	44754	50503
Total non-current liabilities	90514	114431	140458	141712	142310
Total liabilities	171124	193437	241272	258578	248028
Stockholders' equity					
Common stock	27416	31251	35867	40201	45174
Retained earnings	92284	96364	98330	70400	45898
Accumulated other comprehensive income	-345	634	-150	-3454	-584
Total stockholders' equity	119355	128249	134047	107147	90488
Total liabilities and stockholders' equity	290479	321686	375319	365725	338516

Priloha 1: Sívaha Apple, Inc. 2015-2019

APPLE INC (AAPL) Statement of CASH FLOW						
Fiscal year ends in September. USD in millions except per share data.	2015-09	2016-09	2017-09	2018-09	2019-09	TTM
Cash Flows From Operating Activities						
Net income	53394	45687	48351	59531	55256	57527
Depreciation & amortization	11257	10505	10157	10903	12547	11968
Deferred income taxes	1382	4938	5966	-32590	-340	-742

Stock based compensation	3586	4210	4840	5340	6068	6219
Change in working capital	11647	484	-5550	34694	-3488	-1015
Accounts receivable	611	1095	-2093	-5322	245	-2870
Inventory	-238	217	-2723	828	-289	759
Accounts payable	5400	1791	9618	9175	-1923	5489
Other working capital	5874	-2619	-10352	30013	-1521	-4393
Other non-cash items			-166	-444	-652	-740
Net cash provided by operating activities	81266	65824	63598	77434	69391	73217
Cash Flows From Investing Activities						
Investments in property, plant, and equipment	-11247	-12734	-12451	-13313	-10495	-9247
Acquisitions, net	-343	-297	-329	-721	-624	-1415
Purchases of investments	166402	143816	159881	-73227	-40631	-70620
Sales/Maturities of investments	121985	111794	126339	104072	98724	108818
Purchases of intangibles	-241	-814	-344			
Other investing activities	-26	-110	220	-745	-1078	-1152
Net cash used for investing activities	-56274	-45977	-46446	16066	45896	26384
Cash Flows From Financing Activities						
Debt issued	27114	24954	28662	6969	6963	9173
Debt repayment		-2500	-3500	-6500	-8805	-9805
Common stock issued	543	495	555	669	781	783
Common stock repurchased	-35253	-29722	-32900	-72738	-66897	-78807
Dividend paid	-11561	-12150	-12769	-13712	-14119	-14090
Other financing activities	1441	-1560	2605	-2564	-8899	-9961
Net cash provided by (used for) financing activities	-17716	-20483	-17347	-87876	-90976	102707
Net change in cash	7276	-636	-195	5624	24311	-3106
Cash at beginning of period	13844	21120	20484	20289	25913	44771
Cash at end of period	21120	20484	20289	25913	50224	41665
Free Cash Flow						
Operating cash flow	81266	65824	63598	77434	69391	73217
Capital expenditure	-11488	-13548	-12795	-13313	-10495	-9247
Free cash flow	69778	52276	50803	64121	58896	63970

Priloha 2: Výkaz cash-flow Apple, Inc. 2015-2019

APPLE INC (AAPL) CashFlowFlag INCOME STATEMENT	2015-09	2016-09	2017-09	2018-09	2019-09	TTM
Fiscal year ends in September. USD in millions except per share data.						
Revenue	233715	215639	229234	265595	260174	267683
Cost of revenue	140089	131376	141048	163756	161782	166105
Gross profit	93626	84263	88186	101839	98392	101578
Operating expenses						
Research and development	8067	10045	11581	14236	16217	16766
Sales, General and administrative	14329	14194	15261	16705	18245	18659
Total operating expenses	22396	24239	26842	30941	34462	35425
Operating income	71230	60024	61344	70898	63930	66153
Interest Expense	733	1456	2323	3240	3576	3471
Other income (expense)	2018	2804	5068	5245	5383	5067
Income before taxes	72515	61372	64089	72903	65737	67749
Provision for income taxes	19121	15685	15738	13372	10481	10222
Net income from continuing operations	53394	45687	48351	59531	55256	57527
Net income	53394	45687	48351	59531	55256	57527
Net income available to common shareholders	53394	45687	48351	59531	55256	57527

Earnings per share						
Basic	9,28	8,35	9,27	12,01	11,97	12,79
Diluted	9,22	8,31	9,21	11,91	11,89	12,7
Weighted average shares outstanding						
Basic	5753	5471	5217	4955	4618	4538
Diluted	5793	5500	5252	5000	4649	4569
EBITDA	84505	73333	76569	87046	81860	83188

Priloha 3: Výkaz ziskov a strát Apple, Inc. 2015-2019

NIKE INC B (NKE) CashFlowFlag BALANCE SHEET					
Fiscal year ends in May. USD in millions except per share data.	2015-05	2016-05	2017-05	2018-05	2019-05
Assets					
Current assets					
Cash					
Cash and cash equivalents	3852	3138	3808	4249	4466
Short-term investments	2072	2319	2371	996	197
Total cash	5924	5457	6179	5245	4663
Receivables	3358	3241	3677	3498	4272
Inventories	4337	4838	5055	5261	5622
Deferred income taxes	389				
Prepaid expenses	1968	1489	1150	1130	1968
Total current assets	15976	15025	16061	15134	16525
Non-current assets					
Property, plant and equipment					
Gross property, plant and equipment	6352	7038	7958	8891	9469
Accumulated Depreciation	-3341	-3518	-3969	-4437	-4725
Net property, plant and equipment	3011	3520	3989	4454	4744
Goodwill	131	131	139	154	154
Intangible assets	281	281	283	285	283
Deferred income taxes	2201	2439	2787	2509	2011
Total non-current assets	5624	6371	7198	7402	7192
Total assets	21600	21396	23259	22536	23717
Liabilities and stockholders' equity					
Liabilities					
Current liabilities					
Short-term debt	181	45	331	342	15
Accounts payable	2131	2191	2048	2279	2612
Taxes payable	245	244	280	374	463
Accrued liabilities	1022	1004	1080	1196	1215
Other current liabilities	2755	1874	1735	1849	3561
Total current liabilities	6334	5358	5474	6040	7866
Non-current liabilities					
Long-term debt	1079	2010	3471	3468	3464
Deferred taxes liabilities	1480	1770	1907	3216	3347
Total non-current liabilities	2559	3780	5378	6684	6811
Total liabilities	8893	9138	10852	12724	14677
Stockholders' equity					
Common stock	3	3	3	3	3
Additional paid-in capital	6773	7786	8638	6384	7163
Retained earnings	4685	4151	3979	3517	1643

Accumulated other comprehensive income	1246	318	-213	-92	231
Total stockholders' equity	12707	12258	12407	9812	9040
Total liabilities and stockholders' equity	21600	21396	23259	22536	23717

Priloha 4: Súvaha NIKE, Inc. 2015-2019

NIKE INC B (NKE) Statement of CASH FLOW						
Fiscal year ends in May. USD in millions except per share data.	2015-05	2016-05	2017-05	2018-05	2019-05	TTM
Cash Flows From Operating Activities						
Net income	3273	3760	4240	1933	4029	4318
Depreciation & amortization	649	662	716	774	720	1080
Deferred income taxes	-113	-80	-273	647	34	-405
Stock based compensation	191	236	215	218	325	402
Change in working capital	256	-1580	-1141	1482	562	-865
Accounts receivable	-216	60	-426	187	-270	-285
Inventory	-621	-590	-231	-255	-490	-719
Prepaid expenses	-144	-161	-120	35	-203	
Other working capital	1237	-889	-364	1515	1525	139
Other non-cash items	424	98	-117	-99	233	-34
Net cash provided by operating activities	4680	3096	3640	4955	5903	4496
Cash Flows From Investing Activities						
Investments in property, plant, and equipment	-963	-1143	-1105	-1028	-1119	-1070
Property, plant, and equipment reductions	3	10	13	3	5	
Purchases of investments	-5086	-5217	-5928	-4783	-2937	-2328
Sales/Maturities of investments	5871	5310	6046	6109	3787	2467
Other investing activities		6	-34	-25		30
Net cash used for investing activities	-175	-1034	-1008	276	-264	-901
Cash Flows From Financing Activities						
Debt issued		981	1482			
Debt repayment	-26	-113	-61	-29	-33	
Common stock repurchased	-2534	-3238	-3223	-4254	-4286	-3746
Dividend paid	-899	-1022	-1133	-1243	-1332	-1417
Other financing activities	669	721	993	691	358	827
Net cash provided by (used for) financing activities	-2790	-2671	-1942	-4835	-5293	-4336
Effect of exchange rate changes	-83	-105	-20	45	-129	-91
Net change in cash	1632	-714	670	441	217	-832
Cash at beginning of period	2220	3852	3138	3808	4249	3695
Cash at end of period	3852	3138	3808	4249	4466	2863
Free Cash Flow						
Operating cash flow	4680	3096	3640	4955	5903	4496
Capital expenditure	-963	-1143	-1105	-1028	-1119	-1070
Free cash flow	3717	1953	2535	3927	4784	3426

Priloha 5: Výkaz cash-flow NIKE, Inc. 2015-2019

NIKE INC B (NKE) CashFlowFlag INCOME STATEMENT						
Fiscal year ends in May. USD in millions except per share data.	2015-05	2016-05	2017-05	2018-05	2019-05	TTM
Revenue	30601	32376	34350	36397	39117	41274
Cost of revenue	16534	17405	19038	20441	21643	22753
Gross profit	14067	14971	15312	15956	17474	18521
Operating expenses						
Sales, General and administrative	9892	10469	10563	11511	12702	13341
Total operating expenses	9892	10469	10563	11511	12702	13341

Operating income	4175	4502	4749	4445	4772	5180
Other income (expense)	30	121	137	-120	29	-246
Income before taxes	4205	4623	4886	4325	4801	4934
Provision for income taxes	932	863	646	2392	772	616
Net income from continuing operations	3273	3760	4240	1933	4029	4318
Net income	3273	3760	4240	1933	4029	4318
Net income available to common shareholders	3273	3760	4240	1933	4029	4318
Earnings per share						
Basic	1,9	2,21	2,56	1,19	2,55	2,76
Diluted	1,85	2,16	2,51	1,17	2,49	2,71
Weighted average shares outstanding						
Basic	1723	1698	1658	1624	1580	1562
Diluted	1769	1742	1692	1659	1618	1598
EBITDA	4824	5164	5465	5219	5492	6260

Priloha 6: Výkaz ziskov a strát NIKE, Inc. 2015-2019

THE ESTEE LAUDER COMPANIES INC CLASS A (EL) CashFlowFlag BALANCE SHEET					
Fiscal year ends in June. USD in millions except per share data.					
	2015-06	2016-06	2017-06	2018-06	2019-06
Assets					
Current assets					
Cash					
Cash and cash equivalents	1021	914	1136	2181	2987
Short-term investments	504	469	605	534	
Total cash	1525	1383	1741	2715	2987
Receivables	1174	1258	1395	1487	1831
Inventories	1216	1263	1479	1618	2006
Prepaid expenses	553	320	349	348	388
Total current assets	4468	4225	4964	6168	7212
Non-current assets					
Property, plant and equipment					
Gross property, plant and equipment	3580	3796	4019	4435	4831
Accumulated Depreciation	-2089	-2213	-2348	-2612	-2763
Net property, plant and equipment	1490	1583	1671	1823	2068
Equity and other investments	420	1108	1026	843	177
Goodwill	1145	1228	1916	1926	1868
Intangible assets	327	344	1327	1276	1203
Other long-term assets	389	735	664	531	628
Total non-current assets	3771	4998	6604	6399	5944
Total assets	8239	9223	11568	12567	13156
Liabilities and stockholders' equity					
Liabilities					
Current liabilities					
Short-term debt	30	332	189	183	516
Accounts payable	635	717	835	1182	1490
Taxes payable	239	163	190	190	
Accrued liabilities	768	965	1087	1176	1711
Deferred revenues					314
Other current liabilities	463	504	522	579	574
Total current liabilities	2136	2680	2823	3310	4605
Non-current liabilities					

Long-term debt	1608	1910	3383	3361	2896
Minority interest	11	15	18	22	25
Other long-term liabilities	842	1046	960	1186	1244
Total non-current liabilities	2460	2971	4361	4569	4165
Total liabilities	4596	5651	7184	7879	8770
Stockholders' equity					
Common stock	6	6	6	6	6
Additional paid-in capital	2872	3161	3559	3972	4403
Retained earnings	7004	7693	8452	9040	9984
Treasury stock	-5857	-6743	-7149	-7896	-9444
Accumulated other comprehensive income	-382	-545	-484	-434	-563
Total stockholders' equity	3643	3572	4384	4688	4386
Total liabilities and stockholders' equity	8239	9223	11568	12567	13156

Priloha 7: Suvaha The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

THE ESTEE LAUDER COMPANIES INC CLASS A (EL) Statement of CASH FLOW						
Fiscal year ends in June. USD in millions except per share data.	2015-06	2016-06	2017-06	2018-06	2019-06	TTM
Cash Flows From Operating Activities						
Net income	1093	1121	1256	1117	1794	1874
Depreciation & amortization	409	415	464	531	557	575
Investment/asset impairment charges	0		31		90	829
Deferred income taxes	-53	-94	-118	175	-66	-13
Stock based compensation	165	184	219	236	243	251
Change in working capital	348	145	21	575	-2	-355
Accounts receivable	103	-101	-92	-105	-169	-173
Inventory	-26	-69	-85	-147	-375	-323
Accounts payable	146	101	54	349	319	118
Accrued liabilities	117	286	224	466	285	150
Other working capital	8	-72	-80	12	-62	-127
Other non-cash items	-20	19	-73	-61	-99	-662
Net cash provided by operating activities	1943	1789	1800	2573	2517	2499
Cash Flows From Investing Activities						
Investments in property, plant, and equipment	-473	-525	-504	-629	-744	-743
Property, plant, and equipment reductions			12		2	
Acquisitions, net	-241	-101	-1681	-11		
Purchases of investments	-1207	-2016	-1267	-478	-14	-19
Sales/Maturities of investments	305	1374	1226	749	1229	
Other investing activities						-80
Net cash used for investing activities	-1616	-1269	-2214	-369	473	-842
Cash Flows From Financing Activities						
Debt issued	294	616	1498			
Debt repayment	-8	-8	-306	-2	-1	
Common stock repurchased	-983	-890	-413	-759	-1555	1242
Excess tax benefit from stock based compensation	48	23	45			
Dividend paid	-350	-422	-486	-546	-609	-642
Other financing activities	105	76	292	135	-8	1934
Net cash provided by (used for) financing activities	-895	-605	630	-1172	-2173	50
Effect of exchange rate changes	-40	-22	6	13	-11	13
Net change in cash	-608	-107	222	1045	806	1720
Cash at beginning of period	1629	1021	914	1136	2181	1876

Cash at end of period	1021	914	1136	2181	2987	3596
Free Cash Flow						
Operating cash flow	1943	1789	1800	2573	2517	2499
Capital expenditure	-473	-525	-504	-629	-744	-743
Free cash flow	1470	1263	1296	1944	1773	1756

Priloha 8: Výkaz cash-flow The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019

THE ESTEE LAUDER COMPANIES INC CLASS A (EL) CashFlowFlag INCOME STATEMENT	2015- 06	2016- 06	2017- 06	2018- 06	2019- 06	TTM 1585
Fiscal year ends in June. USD in millions except per share data.						
Revenue	10780	11262	11824	13683	14863	3
Cost of revenue	2101	2181	2437	2844	3387	3603
Gross profit	8680	9081	9387	10839	11476	1225
Operating expenses						0
Sales, General and administrative	7074	7338	7469	8556	8857	9315
Restructuring, merger and acquisition		133	195	231	216	176
Other operating expenses		-133	-195	-231	-216	-176
Total operating expenses	7074	7338	7469	8556	8857	9315
Operating income	1606	1743	1918	2283	2619	2935
Interest Expense	60	71	103	128	133	134
Other income (expense)	14	-118	-198	-175	-179	-304
Income before taxes	1561	1555	1617	1980	2307	2497
Provision for income taxes	467	434	361	863	513	623
Net income from continuing operations	1093	1121	1256	1117	1794	1874
Other	-4	-6	-7	-9	-9	-10
Net income	1089	1115	1249	1108	1785	1864
Net income available to common shareholders	1089	1115	1249	1108	1785	1864
Earnings per share						
Basic	2,87	3,01	3,4	3,01	4,91	5,16
Diluted	2,82	2,96	3,35	2,95	4,82	5,07
Weighted average shares outstanding						
Basic	379	370	367	368	364	361
Diluted	386	377	373	376	370	368
EBITDA	2030	2041	2184	2639	2997	3206

Priloha 9: Výkaz ziskov a strát The Estee Lauder Companies, Inc. 2015-2019