

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomických teorií**



**Bakalářská práce**

**Hodnotové investování**

**Tomáš Voskovec-Vaksman**

© 2024 ČZU v Praze

# ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

## ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Tomáš Voskovec-Vaksman

Ekonomika a management

Název práce

**Hodnotové investování**

Název anglicky

**Value investing**

---

### Cíle práce

Hlavním cílem práce je rozhodnout o realizaci investice do jedné z hodnocených společností. Tento cíl bude splněn prostřednictvím cílů dílčích. Prvním dílčím cílem práce bude rozbor teoretických poznatků z oblasti hodnotového investování. Druhým dílčím cílem práce bude stanovení kvantitativních kritérií pro realizaci investice. Třetím dílčím cílem práce bude vyhodnocení hodnocených společností na základě daných kritérií a stanovení potenciálních investičních příležitostí. Čtvrtým dílčím cílem práce pak komparovat vnitřní hodnotu akcií firmy s hodnotou tržní a rozhodnout, do akcií které firmy investovat.

### Metodika

Závěrečná práce se věnuje výběru vhodné investice do akciové společnosti pomocí strategie hodnotového investování, popsané v knize "Security analysis" od B. Grahama a D. L. Dodda. Tato strategie bude tvořit základ pro analýzu a odhad vnitřní hodnoty společnosti. Dále budou pro provedení analýzy nasbírána veřejně dostupná data, která zahrnují finanční výkazy, roční zprávy, informace o tržní kapitalizaci, dividendách a další důležité informace, které jsou dostupné prostřednictvím finančních databází, webových stránek společností a dalších zdrojů. Na základě nasbíraných finančních dat a strategie hodnotového investování, budou aplikovány relevantní metody a techniky pro odhad vnitřní hodnoty vybraných společností. Dle závěrů analýzy bude vyhodnocena nejvhodnější společnost pro realizaci investice.

**Doporučený rozsah práce**

30-40

**Klíčová slova**

akcie, akciový trh, analýza akcií, hodnotové investování, inteligentní investor, investing, investování, security analysis, stocks, stock market, value investing

---

**Doporučené zdroje informací**

GALDIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2021, ISBN 978-80-271-3122-8  
GRAHAM, Benjamin; DODD, David L. *Security analysis : principles and technique*. New York: McGraw-Hill, 2009. ISBN 978-0-07-159253-6.  
GRAHAM, Benjamin; ZWEIG, Jason. *Inteligentní investor*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1792-0.  
GREENWALD, Bruce C. *Hodnotové investování*. Praha: Zoner Press, 2022, ISBN 978-80-87673-36-2  
VESELÁ, Jitka; OLIVA, Martin. *Technická analýza na akciových, měnových a komoditních trzích*. Praha: Ekopress, 2015. ISBN 978-80-87865-22-4

---

**Předběžný termín obhajoby**

2023/24 LS – PEF

**Vedoucí práce**

Ing. Michal Blahout, Ph.D.

**Garantující pracoviště**

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 23. 10. 2023

**prof. Ing. PhDr. Lucie Severová, Ph.D.**

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 20. 11. 2023

**doc. Ing. Tomáš Šubrt, Ph.D.**

Děkan

V Praze dne 13. 03. 2024

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Hodnotové investování" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 15.3.2024

---

## **Poděkování**

Rád bych touto cestou poděkoval panu Ing. Michalu Blahoutovi, Ph.D., za jeho odbornost, věcné připomínky, vynikající podporu a ochotu při vedení této práce.

# Hodnotové investování

## Abstrakt

Tato bakalářská práce představuje základní pojmy spojené s investicemi, různé pohledy na ně a metody jejich hodnocení. Dále se zaměřuje na investiční strategie, s důrazem na klasifikaci a rozdělení opatrného a aktivního investora podle Benjamina Grahama. Vysvětluje rozdíly mezi spekulacemi a investicemi na akciovém trhu z Grahama pohledu. Práce také zahrnuje principy hodnotového investování, používané Warrenem Buffettem a Benjaminem Grahamem, a pojednává o investičním procesu, včetně hodnotového screeningu a podrobné analýzy společností. Praktická část se zabývá aplikací investičního procesu a představením screeningového nástroje pro hodnotové kritéria, doplněného o podstatná data pro zpřesnění výsledků. Detailní analýza společností odhaluje jejich potenciální rizika.

**Klíčová slova:** akcie, akciový trh, analýza akcií, hodnotové investování, inteligentní investor, investování

# Value investing

## Abstract

This bachelor thesis introduces basic concepts related to investments, various perspectives on them, and methods of their evaluation. It further focuses on investment strategies, emphasizing the classification and division of conservative and active investors according to Benjamin Graham. It clarifies the differences between speculation and investment in the stock market from Graham's viewpoint. The thesis also includes the principles of value investing, utilized by Warren Buffett and Benjamin Graham, and discusses the investment process, including value screening and detailed company analysis. The practical part deals with the application of the investment process and the introduction of a screening tool for value criteria, supplemented with essential data to refine the results. Detailed company analysis reveals their potential risks.

**Keywords:** intelligent investor, investing, security analysis, stock market, stocks, value investing

# Obsah

<b>1 Úvod.....</b>	<b>11</b>
<b>2 Cíl práce a metodika .....</b>	<b>13</b>
2.1 Cíl práce .....	13
2.2 Metodika.....	13
<b>3 Investice.....</b>	<b>14</b>
3.1 Makroekonomické pojetí.....	14
3.2 Podnikové pojetí.....	14
3.3 Klasifikace investic .....	15
3.3.1 Finanční investice .....	15
3.3.2 Hmotné investice.....	17
3.3.3 Nehmotné investice.....	17
3.4 Hodnocení efektivnosti investic .....	17
3.4.1 Kapitálové výdaje .....	18
3.4.2 Odhady peněžních příjmů .....	18
3.4.3 Rizikovost .....	18
3.4.4 Určení diskontní míry .....	19
3.4.5 Výpočet současné hodnoty očekávaných peněžních příjmů.....	20
<b>4 Investiční strategie.....</b>	<b>21</b>
4.1 Rozdíl mezi investicí a spekulací na akciových trzích.....	21
4.2 Opatrný vs agresivní (aktivní) investor .....	21
4.2.1 Opatrný investor.....	21
4.2.2 Aktivní investor.....	22
<b>5 Hodnotové investování.....</b>	<b>23</b>
5.1 Historie hodnotového investování .....	23
5.2 Principy hodnotového investování .....	23
5.2.1 Rozdíl mezi hodnotou a cenou.....	23
5.2.2 Bezpečnostní polštář .....	24
<b>6 Investiční proces .....</b>	<b>26</b>
6.1 Hodnotový screening.....	26
6.1.1 Poměr ceny k zisku na akcii (P/E) .....	26
6.1.2 Účetní hodnota na akcii (P/B).....	27
6.1.3 Dividendový výnos .....	28
6.1.4 Likvidita.....	29
6.1.5 Zadlužení.....	29
6.1.6 Stabilita zisků.....	30



6.1.7	Velikost podniku.....	30
6.2	Ruční posouzení vybraných akcií .....	30
6.2.1	Postavení na trhu.....	31
6.2.2	Finanční výkazy .....	31
6.2.3	Management.....	32
<b>7</b>	<b>Výběr vhodné akciové společnosti k investování .....</b>	<b>33</b>
7.1	Aplikování hodnotového screeningu.....	33
7.1.1	Kritérium P/E a P/B .....	33
7.1.2	Kritérium dividendového výnosu .....	34
7.1.3	Kritérium likvidity a zadlužení .....	34
7.1.4	Kritérium stability zisků .....	34
7.1.5	Kritérium velikosti podniku.....	35
7.2	Ruční posouzení výsledku hodnotového screeningu .....	36
7.3	Ruční posouzení společnosti Lennar Corp. (LEN) .....	37
7.3.1	Postavení na trhu.....	37
7.3.2	Shrnutí ekonomických ukazatelů .....	38
7.3.3	Finanční výkazy .....	39
7.3.4	Management.....	40
7.4	Ruční posouzení společnosti Archer-Daniels-Midland Company (ADM).....	41
7.4.1	Postavení na trhu.....	41
7.4.2	Shrnutí ekonomických ukazatelů .....	42
7.4.3	Finanční výkazy .....	42
7.4.4	Management.....	44
7.5	Ruční posouzení společnosti Commercial Metals Company .....	45
7.5.1	Postavení na trhu.....	45
7.5.2	Shrnutí ekonomických ukazatelů .....	46
7.5.3	Finanční výkazy .....	46
7.5.4	Management.....	47
7.6	Ruční posouzení společnosti KB Home (KBH).....	48
7.6.1	Postavení na trhu.....	48
7.6.2	Shrnutí ekonomických ukazatelů .....	50
7.6.3	Finanční výkazy .....	51
7.6.4	Management.....	51
7.7	Zhodnocení výsledků .....	52
<b>8</b>	<b>Závěr.....</b>	<b>54</b>
<b>9</b>	<b>Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratk .....</b>	<b>60</b>
9.1	Seznam obrázků .....	60
9.2	Seznam tabulek .....	60



# 1 Úvod

Tato práce se věnuje hodnotové investiční strategii za účelem rozhodnutí o realizaci investice do jedné z hodnocených veřejně obchodovaných společností pomocí této strategie. Tato práce slouží především k analýze společností, do kterých má autor v úmyslu investovat, seznámení čtenáře se základními teoretickými poznatky z oblasti investování a k prohloubení autorových znalostí v tomto odvětví. Práce je rozdělena na teoretickou část a praktickou část.

V první kapitole teoretické části se tato práce bude zabývat obecnou teorií investování a jejími základními pojmy, které je nezbytně nutné znát pro pochopení dalších částí práce.

V následující kapitole se bude práce věnovat investičním strategiím a různým přístupům k investování na akciových trzích. Tyto přístupy a strategie budou v této části práce kategorizovány do několika skupin.

Další kapitola se bude věnovat teoretickým poznatkům z oblasti hodnotového investování. Tato kapitola se bude zabývat stručnou historií hodnotového investování, a to především osobnostem, které dosáhly nadprůměrných výnosů z investic, pomocí této strategie a zásadami, kterých by se měl hodnotový investor držet.

Poslední kapitola teoretické části práce se bude detailněji zabývat samotnou strategií hodnotového investování. Především určení kvantitativních kritérií, na základě nichž bude vybráno několik potenciálních společností vhodných pro realizaci investice.

Na tuto kapitolu naváže praktická část práce. Ta se bude věnovat především aplikování teoretických poznatků z kapitoly předešlé. Na základě poznatků nabytých v teoretické části práce, se pak pomocí tzv. „screeningových“ nástrojů vyfiltrují konkrétní podniky splňující kvantitativní kritéria. Na základě analýzy těchto podniků pak dalšími principy hodnotového investování, jako je seznámení se s předmětem podnikání firmy, prověření jejího managementu a vytvoření „bezpečnostního polštáře“, bude rozhodnuto, která z hodnocených firem je nejvhodnější pro realizaci investice z pohledu hodnotového investování.

Většina principů hodnotového investování je popsána v knížce Security Analysis od Benjamina Grahama a Davida Dodda. Z důvodu prozkoumání více úhlů pohledů na hodnotové investování a kvůli aktuálnějšímu pohledu na tuto strategii, jsem si vybral knihu Hodnotové investování od Bruce C. Greenwalda. Ostatní zdroje slouží především ke shromáždění obecných informací o investování a k porovnání s jinými investičními

strategiemi, jako je například technická analýza a krátkodobé investování pomocí pozic s pákovým efektem.

## **2 Cíl práce a metodika**

### **2.1 Cíl práce**

Hlavním cílem práce je rozhodnout o realizaci investice do jedné z hodnocených společností. Tento cíl bude splněn prostřednictvím cílů dílčích. Prvním dílčím cílem práce bude rozbor teoretických poznatků z oblasti hodnotového investování. Druhým dílčím cílem práce bude stanovení kvantitativních kritérií pro realizaci investice. Třetím dílčím cílem práce bude vyhodnocení hodnocených společností na základě daných kritérií a stanovení potenciálních investičních příležitostí. Čtvrtým dílčím cílem práce pak komparovat vnitřní hodnotu akcií firmy s hodnotou tržní a rozhodnout, do které akciové společnosti investovat.

### **2.2 Metodika**

Závěrečná práce se věnuje výběru vhodné investice do akciové společnosti pomocí strategie hodnotového investování popsané v knize *Security analysis* od B. Grahama a D. L. Dodda. Tato strategie bude tvořit základ pro analýzu a odhad vnitřní hodnoty společností. Dále budou pro provedení analýzy nasbírána veřejně dostupná data, která zahrnují finanční výkazy, roční zprávy, informace o tržní kapitalizaci, dividendách a další důležité informace, které jsou dostupné prostřednictvím finančních databází, webových stránek společností a dalších zdrojů. Na základě nasbíraných finančních dat a strategie hodnotového investování, budou aplikovány relevantní metody a techniky pro odhad vnitřní hodnoty vybraných společností. Dle závěrů analýzy bude vyhodnocena nejvhodnější společnost pro realizaci investice.

### 3 Investice

Investice je široký pojem a o její definici se pokoušelo již několik autorů. Tato práce se drží definice z knihy Miloslava Synka *Manažerská ekonomika*. Pokud hovoříme o investici, tak jde o takzvanou odloženou spotřebu. Jde tedy o odložení spotřeby v současnosti za účelem nákupu v budoucnosti (Synek, 2011, s. 282).

#### 3.1 Makroekonomické pojetí

V ekonomické teorii se investicí rozumí „*kapitálová aktiva sestávající ze statků, které nejsou určeny pro bezprostřední spotřebu, ale jsou určeny pro užití ve výrobě spotřebních statků nebo dalších kapitálových statků*“. Z makroekonomického hlediska rozlišujeme mezi hrubou investicí, která je tvořena investičními statky (například budovy, stroje a hmotné zásoby), přidanými k existujícím investičním statkům v ekonomice za určité období. Výroba těchto statků vede ke snížení spotřeby a naopak.

Dnes obětovaná spotřeba (výroba investičních statků) vytváří předpoklad pro rychlejší růst ekonomiky v budoucnosti a tím i pro vyšší výrobu a spotřebu samotných spotřebních statků, které jsou konečným cílem veškerého hospodářského snažení.

Na druhé straně čisté investice jsou hrubé investice snížené o opotřebovaný finanční majetek a odpisy. Z tohoto vyplývá, že čisté investice na rozdíl od hrubých mohou být i záporné, a to v případě, že by opotřebování finančního majetku a odpisy byly vyšší než hrubá investice.

Na základě výše zmíněných skutečností je zjevné, že investice snižují momentální spotřebu a současně zvyšují poptávku a jsou tak zdrojem dlouhodobého ekonomického růstu (Synek, 2011, s. 282–283).

#### 3.2 Podnikové pojetí

Podnikové pojetí investic se od makroekonomického pojetí tolik neliší. Opět se jedná o statky, které nejsou určeny ke spotřebě, ale k výrobě dalších statků v budoucnu. Jedná se tedy opět o odloženou spotřebu. Podnikové investice jsou charakteristické především tím, že jde o „*jednorázové vynaložené zdroje, které budou přinášet peněžní toky během delšího budoucího období*“. Tyto investice jsou zaměřeny na získání budoucích výnosů, které pomohou rozšířit majetek a bohatství tohoto podniku.

Tyto investice mohou mít různé podoby, například u akciových společností odložení vyplácení dividend, nákup nových strojů, výstavba nového závodu, výzkum a vývoj, nákup dlouhodobých cenných papírů a podobně.

Efektivní alokace kapitálu patří k nejdůležitějším manažerským rozhodnutím o budoucím vývoji podniku. Investice totiž slouží několik let, a proto mohou být několik let nejen zdrojem nárůstu zisků, ale také mohou výrazně zatížit ekonomiku podniku. Toto zatížení má nejčastěji podobu fixních nákladů. Neefektivní investice se projevuje například nízkým využitím výrobní kapacity. Tato investice pak vede k navyšování průměrných nákladů na jednotlivé výrobky (kvůli vysokým fixním nákladům na jeden výrobek) a tím následně k poklesu rentability výroby.

Investice tedy pro podnik v době svého pořízení představuje peněžní výdaje, které do nákladů vstupují formou odpisů až při svém využívání. V této době by investice měla přinést dostatek výnosů k zaplacení investice a zároveň generovat požadovaný zisk.

Nesprávně zaměřená a neefektivní investice může podniku způsobit vážné finanční problémy, popřípadě přivést podnik k bankrotu. Toto tvrzení platí zejména pro investice pořízené na dluh. I přesto jsou pro firmy investice nezbytné, a to především pro podniky, které se chtějí rozvíjet a stát se tak konkurenčně schopné.

Strategie ohledně alokace kapitálu popisuje takzvaný investiční plán, který vychází z nebo je přímo součástí strategického podnikatelského plánu. V současné době neexistuje žádná závazná metodika pro stanovení těchto plánů (Synek, 2011, s. 283–284).

### **3.3 Klasifikace investic**

V předchozích kapitolách byla pozornost zaměřena na obecné pojetí investic jak z pohledu ekonomických teorií, tak z pohledu podnikového. V této kapitole se práce zaměřuje na konkrétní aktiva, která jsou možná pořídit jako investici.

#### **3.3.1 Finanční investice**

Této třídě investic věnuje práce zvláštní pozornost, protože se jedná o aktiva, na něž lze aplikovat hodnotovou investiční strategii. Jsou to především aktiva, která nakupujeme s cílem obchodovat s nimi a dosáhnout tak úroků, dividend nebo zisku (Synek, 2011, s. 288).

Mezi konkrétní příklady finančních investic patří:

**Akcie**, jsou jednou z nejznámějších skupin aktiv, do kterých je možné investovat kapitál. Akcie reprezentuje část vlastnictví soukromé nebo veřejně obchodované společnosti. Například při nákupu 100 akcií společnosti, která je reprezentována 1 000 akciemi, kupujícímu vzniká nárok na 10 % majetku a zisků společnosti. Majiteli akcie může vzniknout nárok na dividendu. Dalším způsobem, jak může majitel akcie zhodnotit vložené prostředky, je navýšení ceny akcie v čase, kdy se do ceny akcie promítne úspěšnost firmy a zájem dalších akcionářů.

Mimo nároku na dividendu může vlastníkovi akcie vzniknout nárok na hlasovací právo. Akciím jejichž nákupem vzniká akcionáři právo na hlasování, se říká kmenové. Na druhé straně máme akcie preferované, které se od kmenových liší tím, že v případě bankrotu společnosti musí být při likvidaci vypláceny dříve a jejich majitelé mají jako první nárok na vyplacení dividend. Na rozdíl od kmenových akcií akcionáři nevzniká hlasovací právo (Stocks, 2023).

Akcie patří mezi investiční prostředky s nejvyšším potenciálem výnosu. Od roku 1928 do roku 2022 dosáhl průměrný výnos z akcií, reprezentovaný indexem S&P 500 zahrnující dividendy, hodnoty 11,51 %. Naopak výnos z amerických státních dluhopisů činil pouze 4,87 %, výnos z korporátních dluhopisů s ratingem Baa dosáhl 6,96 %, investice do nemovitostí přinesla výnos 4,42 % a výnos ze zlata činil 6,48 %. (Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2023, 2024)

**Dluhopisy**, obligace nebo také bondy reprezentují půjčku emitenta. Emitentem může být například stát nebo firma. V situaci, kdy si emitent potřebuje půjčit peníze, půjčku rozdělí na několik malých částí a prodá investorům. Těmto malým částem půjčky se říká dluhopis. Stejně jako například akcie, je možné dluhopisy obchodovat na sekundárním trhu prostřednictvím burz. Tudiž jde podobně jako u akcií o velice likvidní investici.

Dluhopisy mají různou dobu splatnosti a dělí se na krátkodobé, jejichž splatnost se obvykle pohybuje do jednoho roku, střednědobé dluhopisy se splatností 1 až 10 let, dlouhodobé se splatností více než 10 let a procentuální neboli dluhopisy bez uvedené splatnosti.

U dluhopisů je pevně stanovená jejich nominální hodnota a jejich úrok. Úroky jsou většinou vypláceny periodicky a nominální hodnota se investorovi vrací ke konkrétním datu. Tím se liší od akcií, u kterých je výnos ovlivněn úspěchy společnosti. Dluhopisy se dělí především podle toho, kdo je jejich emitentem.



Riziko spojené s obligacemi závisí na pravděpodobnosti, že emitent dluhopisů bude schopen splatit svůj dluh. Při insolvenzi emitenta může investor přijít nejen o očekávaný úrok z investované částky, ale také o samotnou investovanou nominální hodnotu dluhopisu (MONETA Money Bank, c2024) (Rejnuš, 2014, s. 397-403).

**Nemovitosti** se za posledních 50 let staly velmi populární investičním aktivem. Jak již v této kapitole bylo zmíněno, průměrný roční výnos z investic do nemovitostí činí 4,42 %. Co nemovitosti odlišuje od akcií, s výjimkou několika málo případů, je jejich tendence k růstu hodnoty každý rok. V USA hodnoty nemovitostí od roku 1928 do roku 2022 (tj. za 94 let) klesly pouze 15krát, a to převážně v období velkých hospodářských krizí (New York University, 2023).

### 3.3.2 Hmotné investice

Jedná se o takové investice, které slouží k vytváření či rozšiřování výrobní kapacity. Jde především o výstavbu nových budov, staveb, dopravních cest, nákup pozemků, strojů výrobních zařízení. Na rozdíl od finančních investic nejsou nemovitosti zakoupené jako hmotné investice určeny k obchodování. Tyto investice jsou označovány jako stálá aktiva a v účetnictví se nachází pod položkou dlouhodobý hmotný majetek (Synek, 2011, s. 288).

### 3.3.3 Nehmotné investice

Mezi tyto investice řadíme nákup know-how (výrobně technických poznatků), licencí, softwaru, autorských práv, vzdělání a podobně. V účetnictví jsou tyto investice vedeny v položce dlouhodobý nehmotný majetek, pokud jejich cena přesahuje 60 000 Kč, v opačném případě jsou vedeny pod položkou provozních nákladů (Synek, 2011, s. 288).

## 3.4 Hodnocení efektivnosti investic

Proces vyhodnocení efektivnosti investice se skládá z několika kroků.

1. Určení kapitálových výdajů na investici;
2. Odhadnutí budoucích peněžních toků, které investice přinese;
3. Odhadnutí rizik, které jsou spojeny s těmito příjmy;
4. Určení „nákladů na kapitál“ tj. určení diskontní míry, o které budou příjmy diskontovány;

## 5. Výpočet současné hodnoty očekávaných výnosů (cash flow).

Z hlediska zjištění informací jsou nejsložitější první, druhý a třetí krok. Na realistických odhadech těchto kroků závisí úspěšnost celého investičního plánování (Synek, 2011, s. 291).

### 3.4.1 Kapitálové výdaje

Stanovení investičních nákladů na stroje, výrobní zařízení, dopravních prostředků, nákup cenných papírů atd. je poměrně přesné. Složitější bývá stanovení ostatních výdajů, především pak stavebních, výdajů na výzkum a vývoj, přeškolení pracovníků, ochranu životního a pracovního prostředí. V praxi se tyto náklady od odhadů výrazně liší, někdy i řádově.

Kapitálové výdaje jsou tvořeny pořizovací cenou investice, zvýšení čistého pracovního kapitálu (+ oběžný majetek – krátkodobé závazky), výdaje spojené s likvidací a prodejem nahrazovaného investičního majetku, daňovými vlivy aj. (Synek, 2011, s. 293–294).

### 3.4.2 Odhady peněžních příjmů

Tato kapitola se věnuje odhadu (zjišťování) budoucích celkových peněžních příjmů (celkového cashflow), které plynou z realizovaného investičního projektu. U těchto odhadů velice často v praxi dochází k jejich přeceňování. K nepřesnostem odhadů celkového cashflow dochází především z toho důvodu, že do jejich odhadů vstupuje celá řada proměnných, jejichž sílu dokážeme jenom stěží odhadnout. Mezi tyto méně předvídatelné proměnné patří například faktor času, vliv inflace, vliv měnících se podmínek na trzích atd. Z těchto důvodů je potřeba věnovat těmto odhadům velkou pozornost.

Před odhadem peněžních příjmů je potřeba uvědomit si, že jde o tzv. cash flow, tj. skutečný peněžní tok (čistý příjem), který plyne z investice. Pro jeho výpočet vycházíme z budoucích tržeb a výdajů. (Synek, 2011, s. 294–295).

### 3.4.3 Rizikovost

Obecně lze rizikovost chápat jako „*stupeň nebezpečí, že nebude dosaženo očekávaných výnosů*“ (Synek, 2011, s. 292). Při určování rizikovosti investice je však důležité zamyslet se nad tím, jak tento „*stupeň nebezpečí*“ definujeme. Daniel Gladiš ve své knize *Akciové investice* tvrdí, že objektivní definice rizika neexistuje. Dle jeho názoru chápání a definování

rizika v sobě nese značnou míru subjektivity, jelikož je důležité riziko a způsob jeho měření definovat ve vztahu k cílům dané investice (Gladiš, 2015, s. 85).

#### 3.4.4 Určení diskontní míry

Kapitál, stejně jako ostatní výrobní činitele, něco stojí, a tudíž je nutné je také brát v potaz při hodnocení investice. V případě, že firma financuje investici **vlastním kapitálem**, jde v podstatě o financování zadrženým ziskem případně u akciových společností zadrženými dividendami nebo novou emisí akcií s tím, že musí být dosaženo takových výnosů, aby byl přinejmenším udržena dosavadní cena akcií. Tento výnos se počítá takto:

$$k_e = \text{dividendy} / \text{cena akcií} + \text{růst ceny akcií nebo růst dividend}$$

Například výpočet diskontní míry pro společnost, jejíž cena akcie je 1 000 Kč, vyplácená dividenda na 1 akcii byla 50 Kč, odhadnutý růst ceny akcie je 10 %. Potom:

$$k_e = 50 / 1\,000 + 0,1 = 15 \%$$

Čili diskontní míra (minimální výnos z investice) vypočtená pro tuto společnost by měla činit 15 %.

Pokud investici financujeme **cizími zdroji** (úvěrem, obligací) je diskontní míra pro tuto investici ve výši úroku těchto cizích zdrojů (úvěrů, obligací). Je však důležité počítat s daňovým štítem – úrokovou sazbu snížit o výši daně:

$$\text{úroková míra po zdanění} = \text{nominální úroková míra} \times (1 - \text{daňová sazba})$$

Značná část firem používá **kombinovaný způsob financování** (část investice financuje z vlastních zdrojů a část z cizích zdrojů). U tohoto způsobu financování se pak vypočítají průměrné kapitálové náklady podle poměru jednotlivých kapitálových složek. Průměrné kapitálové náklady se většinou počítají metodou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

$$k_o = W_i \times k_i \times (1 - t) + W_p \times k_p + W_e \times k_e$$

- $k_o$  - Průměrná úroková míra kapitálových nákladů
- $k_i$  - Úroková míra pro nové úvěry před zdaněním
- $k_p$  - Úroková míra nákladů na prioritní akcie (míra prioritních dividend)
- $k_e$  - Úroková míra nákladů na nerozdělený zisk a základní kapitál
- $t$  - Míra zdanění zisků
- $W_{i, p, e}$  - Váhy kapitálových složek (procento z celkových zdrojů)

(Synek, 2011, s. 297-299)

### 3.4.5 Výpočet současné hodnoty očekávaných peněžních příjmů

V případě investic, jejichž životnost se předpokládá na déle než jeden rok, je potřeba přepočítat její budoucí cash flow (očekávané příjmy) na současnou hodnotu. Jinými slovy je potřeba pomocí výpočtu čisté současné hodnoty očistit investici o faktor času. Výpočet čisté současné hodnoty závisí na diskontní míře (jak určit diskontní míru viz kapitola 3.4.4). Samotný výpočet je jednoduchý, jak již bylo zmíněno v kapitole 3.4, složitější je stanovení diskontní míry.

Vzorec pro výpočet čisté současné hodnoty očekávaných cash flow:

$$SHCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

- $SHCF$  - Současná hodnota cashflow v období  $t$  (angl. PVCF)
- $CF_t$  - Očekávaná hodnota cash flow v období  $t$  ( $t = 1$  až  $n$ )
- $k$  - Diskontní míra
- $t$  - Období 1 až  $n$  (roky)
- $n$  - Očekávaná životnost investice

(Synek, 2011, s. 299-300)

## 4 Investiční strategie

### 4.1 Rozdíl mezi investicí a spekulací na akciových trzích

Obecné definice investice považuje B. Graham za zavádějící. Pokud bychom se drželi obecné definice z kapitoly *Definice investování*, tak by to znamenalo, že každý, kdo nakoupí akcii na akciovém trhu, by i bez znalosti tohoto aktiva byl investorem. To přesně Graham kritizuje ve své knize *Inteligentní investor*. Ve své definici rozlišuje mezi investicí a spekulací takto: „*Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky, jsou spekulacemi.*“ (Graham, Zweig, 2007, s. 35).

S tímto tvrzením souhlasí i ředitel investičního fondu Vltava Fund Daniel Gladiš, jak vyplývá z jeho knihy *Naučte se investovat*. V kritice obchodníků na akciových trzích zaujal ještě odvážnější postoj a tvrdí, že většina lidí pohybujících se na kapitálových trzích, se považuje za investory, ale dle Grahamovi definice jsou spíše spekulanty (Gladiš, 2005, s. 11).

### 4.2 Opatrný vs agresivní (aktivní) investor

Důležité je si uvědomit, že většina investorů nebude mít k dispozici dostatek zdrojů, jak finančních, tak především časových. Graham proto ve své knize *Inteligentní investor* popisuje koncept opatrného a agresivního investora. Tímto způsobem dělí investory do dvou skupin, podle jejich možností.

#### 4.2.1 Opatrný investor

Opatrného či konzervativního investora Graham definuje jako člověka, kterého „*zajímá především bezpečnost a minimální starosti.*“ a měl by očekávat průměrné výnosy (Graham, Zweig, 2007, s. 37).

Opatrnému investorovi Graham doporučuje rozdělit prostředky mezi kvalitní obligace, které považuje za konzervativní složku portfolia a chránící investora před ztrátou všech svých prostředků. Druhou složku tohoto portfolia by měly tvořit hlavní akciové tituly. Ani jeden podíl obou složek by neměl přesáhnout 75 % a zároveň by neměl být nižší než 25 % (Graham, Zweig, 2007, s. 37).

#### 4.2.2 Aktivní investor

Aktivního, podnikavého nebo též agresivního investora Graham nevnímá jako člověka, který je ochotný akceptovat vyšší riziko než investor opatrný. Vnímá ho jako člověka, který si klade za cíl „*dosažení lepších celkových výsledků než jeho opatrný či pasivní společník*“ a předpokládá, že do analýzy investice bude ochotný vynaložit více času (Graham, Zweig, 2007, s. 43).

## 5 Hodnotové investování

### 5.1 Historie hodnotového investování

Počátky hodnotového investování sahají až do 20 let 20. století. Hodnotové investování bylo vymyšleno na univerzitě Columbia Business School Benjaminem Grahamem a Davidem Doddem. David Dodd byl tehdejší profesor financí a spolu s Benjaminem Grahamem publikovali roku 1934 první vydání knížky *Security Analysis* a jsou považováni za průkopníky v tomto oboru (*Columbia Business School, c2024*).

### 5.2 Principy hodnotového investování

Hodnotové investování je investiční strategie založena na rozdílu hodnoty a pořizovací ceny akcie. Tato metoda předpokládá, že akciové trhy jsou neefektivní a že se na těchto trzích nachází bezdůvodně podhodnocené nebo nadhodnocené akcie. Zároveň je založena na principu, že cena akcie v dlouhodobém horizontu následuje svoji hodnotu.

Čtyři základní principy hodnotového investování podle Grahama shrnul Eyeland takto:

1. **Vnitřní hodnota:** Každá firma má svou vnitřní hodnotu nebo hodnotu, která je odůvodněna reálnými fakty (aktiva, zisky, dividendy a vyhlídky).
2. **Bezpečnostní polštář (Margin of safety):** Čím nižší je cena akcie v poměru s její vnitřní hodnotou, tím větší vytváříme bezpečnostní polštář.
3. **Pan Trh (Mr. Market):** Na burzovní ceny byste se měli koukat, jako byste obchodovali s maniodepresivním partnerem. Pan Trh (akciový trh) nabízí prodejní a nákupní ceny silně spojené s jeho mentálním rozpoložením, od vysoce pesimistických až po vysoce optimistické.
4. **Diverzifikace:** Z důvodů řízení rizika byste měli držet alespoň 40 akciových titulů.

(*Columbia Business School, 2023*)

#### 5.2.1 Rozdíl mezi hodnotou a cenou

Ačkoliv se můžou tyto dva pojmy zdát na první pohled stejné, není tomu tak. Ve zkratce by se dalo říct, že cena je to, co zaplatíme a hodnota to, co obdržíme.

Toto je možné vysvětlit na srovnání nákupu jablek v obchodě a nákupu akcie na burze. Pokud půjde zákazník do obchodu a koupí si 5 jablek za 10 Kč, tak cena je to, co zaplatí,

tedy 50 Kč a hodnota to, co dostane, což je 5 jablek. Pokud ale bude stát 1 jablko 100 Kč, tak si ho s největší pravděpodobností nepořídí, jelikož tuší, že cena neodpovídá reálné hodnotě jablka. Podobně je to s nakupováním akcií na burze z pohledu hodnotového investování. Představme si situaci, kdy se akcie společnosti XYZ na finančním trhu prodává za 1 000 Kč. Před uskutečněním nákupu je nutné si uvědomit, že nákup představuje nabytí podílu (části) společnosti, tedy části reálné hodnoty společnosti. Stejně jako u nákupu jablek v obchodě i při nákupu akcií není moudré nakoupit akcii, jejíž cena neodpovídá reálné hodnotě podílu této společnosti. Pokud by zmíněná společnost XYZ byla rozdělena na 1 000 akcií a její reálná hodnota by se pohybovala kolem 800 000 Kč a byl by uskutečněn nákup této akcie, přeplatek na akcii by tvořil o 200 Kč více, než je reálná hodnota této akcie. V opačném případě, kdyby společnost měla reálnou hodnotu 1 500 000 Kč, tak by bylo na akcii zapláceno o 500 Kč méně, než je její reálná hodnota.

Toto je klíčový princip hodnotového investování – hledání akcií, jejichž cena je nižší než jejich reálná hodnota podložená fundamentem této společnosti. Zisk na nákupu takto podhodnocených akcií spočívá v zákonitosti popsané v předchozí kapitole a to sice, že cena v dlouhodobém období následuje hodnotu společnosti.

### 5.2.2 Bezpečnostní polštář

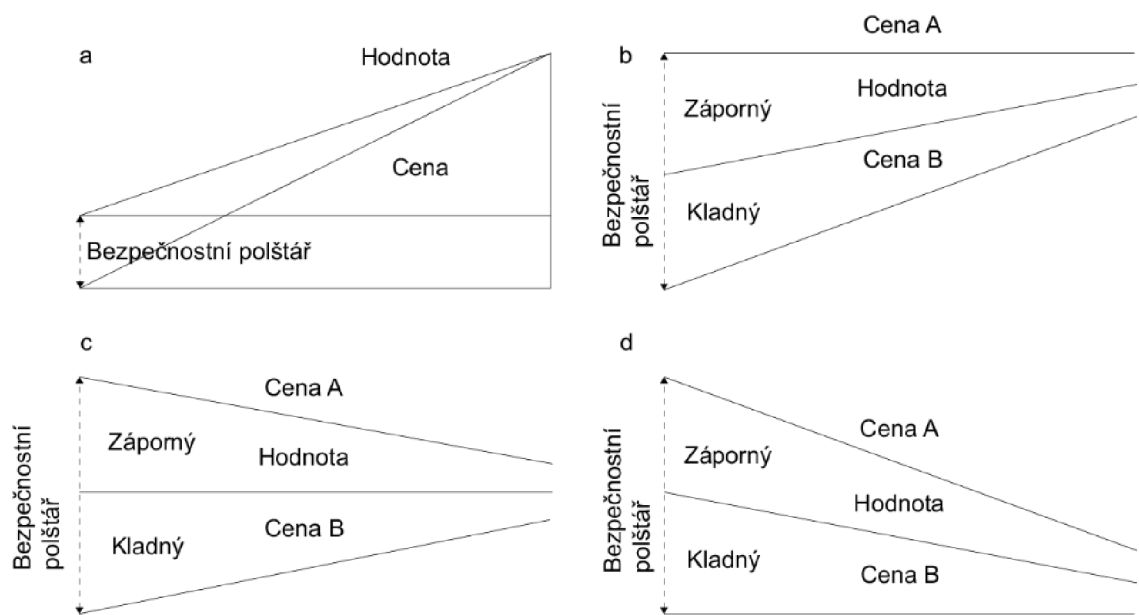
Bezpečnostní polštář neboli *margin o safety* je koncept, se kterým přišel Benjamin Graham. Tento koncept předpokládá, že analýzy hodnotového investora mohou být chybné a investor by se kromě svých analýz měl spolehnout také na bezpečnostní polštář. Tento koncept je aplikovatelný na různé druhy investic především na akcie, dluhopisy a nemovitosti.

U akcií spočívá bezpečnostní polštář ve vytvoření dostatečně velkého rozdílu mezi nákupní cenou akcie a naší odhadovanou cenou, která vzešla z naší analýzy akciové společnosti. Velikost bezpečnostního polštáře by měla pro investora sloužit, jako hranice pro nákup analyzované akciové společnosti. Cena akcie pod naší odhadovanou hodnotou společnosti se započtením bezpečnostního polštáře je signálem k nákupu akcie.

Velikost bezpečnostního polštáře závisí na pravděpodobnosti chyby naší analýzy. Proto by investor měl velikost bezpečnostního polštáře přizpůsobit své důvěře v přesnost své analýzy (Gladiš, 2015, s. 81-84).



Obrázek 1 Bezpečnostní polštář



Zdroj: Gladiš, 2015, s. 82

## 6 Investiční proces

Tato kapitola se věnuje podrobnému rozboru série postupných kroků, jež je nutné provést pro výběr vhodných akciových společností, s ohledem na principy hodnotového investování. Tyto nástroje a procesy si kladou za cíl identifikovat podhodnocené akcie a potenciální dlouhodobé investiční příležitosti, a současně minimalizovat riziko spojené s investováním na kapitálových trzích.

### 6.1 Hodnotový screening

Akciový screening je proces, při kterém investoři vyhledávají akcie podle určitých kritérií nebo filtrů, aby identifikovali potenciálně zajímavé investiční příležitosti. Tento proces může být prováděn manuálně nebo s pomocí specializovaného softwaru.

Hlavním cílem akciového screeningu je najít akcie, které odpovídají určitým požadavkům, strategiím nebo investičním cílům investora. Filtry mohou zahrnovat různé ukazatele, jako jsou finanční ukazatele (například poměr ceny a zisku, poměr ceny a tržní hodnoty atd.), tržní kapitalizace, odvětví, dividendový výnos, růst zisků, a další. Jak už z názvu kapitoly vyplývá zaměřuje se především na kritéria, která respektují strategii hodnotového investování (Gladiš, 2015, s. 88-89).

#### 6.1.1 Poměr ceny k zisku na akcii (P/E)

Prvním kritériem zvoleným pro hodnotový screening je poměr tržní ceny k zisku na jednu akcii (Dále jen P/E z anglického price to earnings ratio). Ukazatel P/E se počítá pomocí vzorec níže:

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{zisk na akcii}}$$

V tomto ukazateli se promítá především budoucí očekávání investorů ohledně růstu, míry zisku a podílu dividend na zisku. P/E jednotlivých akciových společností se většinou srovnává s průměrným P/E všech společností daného odvětví. Pokud je P/E výrazně nižší, než je průměrné P/E daného odvětví, může to být signál pro investory, že je tato akcie podhodnocená. V opačném případě, tedy když je P/E společnosti vyšší než průměr odvětví,

může jít o signál, že je společnost nadhodnocena (Knápková et al., 2017). Jednoduše řečeno, čím nižší je poměr P/E, tím jsou akcie levnější.

V této práci se však budeme držet doporučené hodnoty z knihy *Intelligentní investor* od Benjamina Grahama, který doporučuje hodnotu P/E menší nebo rovnu 15, anebo takovou hodnotu, aby její součin s hodnotou poměru ceny k účetní hodnotě na akcii (P/B) nebyl vyšší než 22,5, nehledě na odvětví ( $P/E \times P/B \leq 22,5$ ) (Graham, Zweig, 2007, s. 299-300). Zároveň, jak doporučuje paní Knápková, by hodnota P/E neměla být vyšší, než je průměr daného odvětví. Avšak hodnotu P/E 15 obhajuje Daniel Gladiš tvrzením, že toto P/E odpovídá společnosti, jejíž dlouhodobý růst zisku na akcii (EPS) se pohybuje kolem 6 %, což je dle jeho slov dostatečně konzervativní odhad růstu a je obsažen v dalších kritériích screeningu.

Při práci s ukazatelem P/E je důležité si také uvědomit jeho nedostatky. První nedostatek vyplývá ze vzorce tohoto ukazatele. Vzorec P/E má ve jmenovateli čistý zisk za poslední rok. Když firma náhle vykáže výrazně vyšší zisk než v předchozích letech, P/E se často propadne na nízké hodnoty. Tento zisk však nemusí být dlouhodobě udržitelný, ať už je způsoben manipulací firem se svými výsledky, nebo zahrnuje nepravdivé položky a operace. Tento nedostatek se dá částečně eliminovat tím, že ve jmenovateli použijeme průměrný zisk na akcii za poslední tři roky (Gladiš, 2015, s. 80-81).

Druhým nedostatkem tohoto ukazatele je, že nedostatečně postihuje tok hotovosti vůči akcionářům, jelikož tok hotovosti se často liší od čistého zisku. Rozdíl pochází z položek odpisů nebo investic. Firma, která musí celý svůj zisk reinvestovat, aby takových zisků dosahovala i v budoucnu, nepřináší akcionářům žádnou hotovost.

### 6.1.2 Účetní hodnota na akcii (P/B)

Druhým kritériem zvolené pro hodnotový screening je poměr ceny k účetní hodnotě (vlastnímu kapitálu) na jednu akcii (Dále jen P/B z anglického price to book value ratio).

Ukazatel P/B se počítá pomocí vzorec níže:

$$P/B = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{účetní hodnota na akcii}}$$

Tento ukazatel vyjadřuje, jak trh oceňuje hodnotu vlastního kapitálu této firmy. Pokud je ukazatel nižší než 1, může jít o signál, že je akcie podhodnocená a z tohoto předpokladu

vychází doporučená hodnota tohoto ukazatele. Zároveň je možné, že jde o signál, že vyhlídky firmy nejsou dobré (Knápková et al., 2017). Účetní hodnota firmy přibližně určuje sumu, která by zbyla akcionářům po rozprodeji všech aktiv a zaplacení všech závazků. Kvůli tomu, že účetní hodnota je ovlivněna typem aktiv v účetnictví a v majetku společnosti, způsobem jejich odepisování a položkami jako je goodwill, případně aktivy, která nejsou v rozvaze vůbec zachycena. Tento nedostatek se dá odstranit ručním upravením účetní hodnoty aktiv. Tato úprava je časově náročná a vyžaduje značnou zkušenost. Pro zjednodušení bude tato práce pracovat s neupravenou účetní hodnotou společnosti.

Argument pro koupi podniku, pod jeho účetní hodnotou je zcela evidentní jelikož, jak už bylo zmíněno, účetní hodnota je suma, která investorům zbude po prodeji všech aktiv a zaplacení všech závazků. Tudíž jde o sumu, která investorům zůstane v případě likvidace podniku (Gladiš, 2015, s. 82-83). Složitější je určit horní hranici tohoto ukazatele, kterou jsme na základě doporučení z literatury stanovili na hodnotu menší než nebo rovno 1,5 ( $P/V \leq 1,5$ ), nebo taková hodnota, aby její součin s hodnotou P/E nebyl vyšší než 22,5. ( $P/E \times P/B \leq 22,5$ ) (Graham, Zweig, 2007, s. 299-300).

### 6.1.3 Dividendový výnos

Třetím kritériem, které bylo zvoleno pro hodnotový screening, je historie dividendových výnosů. Společnost by měla mít minimálně desetiletou historii vyplácení dividend po dobu alespoň 7 let. Doporučená doba stanovená Danielem Gladišem je 10 let (Gladiš, 2015, s. 83), zatímco Benjamin Graham dokonce doporučuje vybírat akciové společnosti s nepřetržitou 20letou historií vyplácení dividend (Graham, Zweig, 2007, s. 299-300). Tato práce se drží doporučení Daniela Gladiše čili 10 let.

Toto kritérium slouží jako pojistka proti manažerské tendenci „budovat impéria“, což často stojí v rozporu s očekáváním investorů, kteří upřednostňují vyšší dividendy. Dalším důvodem zvolení toho kritéria je skutečnost, že dividendy fakticky omezují riziko pohybu cen akcií směrem dolů. V případě, že akci stojí 1 000 Kč a má dividendu 50 Kč, její dividendový výnos jsou 5 %. Pokud však cena akcie klesne například na hodnotu 500 Kč a její dividendový výnos zůstane stejný (50 Kč), vzroste její dividendový výnos na 10 % a tím do jisté míry ochrání investora před ztrátou (Gladiš, 2015, s. 83-84).

#### 6.1.4 Likvidita

Čtvrtým kritériem, které bylo zvoleno pro hodnotový screening, je ukazatel běžné likvidity (angl. Current Ratio). V literatuře se někdy tento ukazatel objevuje pod pojmem likvidita III. stupně a udává nám, kolikrát pokryjí oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Při výpočtu tohoto ukazatele by mělo být bráno v potaz realistické ocenění aktiv. Od oběžných aktiv by měly být odečteny neprodejné zásoby, dále je potřeba od oběžných aktiv odečíst pohledávky po lhůtě splatnosti a nedobytné pohledávky. V literatuře se často setkáme s doporučeným intervalem tohoto ukazatele 1,5 – 2,5, přičemž hodnoty pod tímto intervalem naznačují potíže s likviditou této společnosti a hodnoty nad intervalem naznačují drahé financování a zbytečně vysoký čistý pracovní kapitál. (Knápková *et al.*, 2017, s. 396–404). V této práci se budeme opět držet doporučení „otce hodnotového investování“ Benjamina Grahama, který doporučuje hodnotu 1,5 a žádnou horní hranici tohoto intervalu nestanovuje (Graham, Zweig, 2007, s. 330). Pracujeme s ukazatelem běžné likvidity, nikoliv s ukazatelem likvidity I. a II. stupně, jelikož tato práce, vychází z principů hodnotového investování, tudíž práce vychází z doporučení Benjamina Grahama, který také upřednostňuje práci s běžnou likviditou.

#### 6.1.5 Zadlužení

Pátým kritériem, které bylo zvoleno pro hodnotový screening, je dluh k vlastnímu kapitálu (angl. Debt to equity). Tento ukazatel poskytuje informaci o tom, jaký podíl financování společnosti tvoří dluh ve srovnání s celkovým vlastním kapitálem.

$$\text{dluh k vlastnímu kapitálu} = \frac{\text{celkový dluh}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Stanovením maximální výše dluhu k vlastním kapitálu eliminujeme společnosti s nepřiměřeným zadlužením. Tuto hodnotu stanovíme na 0,6 (Gladiš, 2015, s. 85).

### 6.1.6 Stabilita zisků

Šestým kritériem, které bylo zvoleno pro hodnotový screening, je čistý zisk na akcii (dále jen EPS z angl. Earnings Per Share), konkrétně jejich stabilita. Tento ukazatel byl vybrán z důvodu, že firmy, které dlouhodobě vykazují kladné EPS, mají tendenci v tomto trendu pokračovat (Gladiš, 2015, s. 86).

Na základě doporučení z knihy *Intelligentní investor* budou vybrány pouze ty společnosti, které za posledních 5 let nevykázali záporné EPS (Graham, Zweig, 2007, s. 330). Dále bude požadováno, aby EPS v posledních deseti letech rostl průměrně alespoň o 4 % (Gladiš, 2015, s. 86).

### 6.1.7 Velikost podniku

Sedmým kritériem, které bylo zvoleno pro hodnotový screening, je tržní kapitalizace (velikost) podniku. Dle názoru Daniela Gladiše je toto kritérium nejvíce subjektivní, jelikož větší společnosti jsou spjaté s větší stabilitou a nižším rizikem. Na druhé straně, menší společnosti (tzv. small caps) dosahují za srovnatelných podmínek vyšších zisků. Při volbě tohoto kritéria musí dbát investor ohled na svou toleranci rizika. Dalším problémem u small caps je nižší likvidita, která souvisí s menším zájmem investorů o akcie menších společností. To znamená, že pro investory může být obtížné najít kupce pro své akcie, a tak může trvat určitou dobu, než se najde vhodný zájemce.

Tato práce se bude držet doporučení výše zmíněného autora, a na základě subjektivních preferencí autora této práce bude zvoleno kritérium společností s tržní kapitalizací větší než 1 miliarda dolarů. Toto číslo má dvě opodstatnění, zaprvé zpřísnění kritéria vyfiltruje společnosti s nižší stabilitou a zadruhé sníží riziko, že takováto společnost nebude nabízena v sortimentu instrumentů brokerských společností.

## 6.2 Ruční posouzení vybraných akcií

Screening akciových titulů (viz předchozí kapitola) nám „oddělí zrna od plev“ a zúží výběr akcií na malé portfolio několika akcií. Už v této fázi máme portfolio akcií, které splňuje většinu kritérií hodnotového investování. Kritéria hodnotového screeningu nám vyfiltrovala akcie, které jsou levné vzhledem ke své účetní hodnotě a ziskům (kapitola 6.1.1 a 6.1.2), jsou orientovaná na investory, a ne pouze na „budování impérií“ (kapitola 6.1.3), mají

optimální hladinu dluhu (kapitola 6.1.4 a 6.1.5), jsou stabilně ziskové (kapitola 6.1.6) a dostatečně velké (kapitola 6.1.7).

Splnění všech výše shrnutých kritérií však neznamená, že se jedná o vhodnou investici, pouze jsme eliminovaly nevodné akcie a zmenšili počet akcií, které budou detailněji analyzovány na přijatelný počet. U všech vybraných akcií je potřeba shrnout výsledky screeningu, vyhodnotit, jaká je podnikatelská činnost a postavení na trhu společnosti, důkladně analyzovat finanční výkazy, odhadnout vyhlídky společnosti a analyzovat její management.

### 6.2.1 Postavení na trhu

Analýza postavení na trhu je komplexním zkoumáním podnikatelských aktivit dané společnosti a analýzou jednotlivých segmentů, které tvoří její podnikání. Tento proces zahrnuje důkladné zkoumání každého segmentu podnikatelské činnosti a porozumění tomu, jaký přínos každý segment přináší firmě z hlediska výnosů. Tím práce poskytne lepší orientaci v tom, které části podnikání jsou nejvýnosnější a na co je třeba zaměřit pozornost při analýze konkurence (Gladiš, 2015, s. 96-97).

### 6.2.2 Finanční výkazy

U finančních výkazů se zaměříme především na to, zda jsou výsledky společnosti pravidelné, nebo jsou ovlivněny jednorázovými, či zkreslujícími položkami.

Z výkazu zisku a ztrát je vyhodnoceno především výnos, hrubý zisk, provozní zisk a zisk před zdaněním. Analýza se zaměří primárně na jejich pravidelný růstový trend, zda zisk na akcii přiměřeně kopíruje trend ve výnosech a v provozním zisku. Čím větší je rozdíl v trendu těchto ukazatelů, tím menší vypovídající hodnotu mají a tím více jsou ovlivněny mimořádnými položkami, účetními změnami apod.

V rozvaze je důležité ověřit finanční zdraví podniku a zaměřit pozornost na poměr krátkodobých aktiv a celkového dluhu, dále se zaměřit na velikost goodwill a nehmotných investičních aktiv, především pak na jejich poměr k aktivům a vlastnímu kapitálu. Vysoký poměr většinou naznačuje, že v historii společnosti došlo k akvizici, která mohla být předražená.

Skutečnost předražených akvizic v historii podniku může částečně vyvrátit ukazatel ROE, který při vysokých hodnotách poukazuje spíše na to, že akvizice nebyly oceněny příliš vysoko (což je pro zkoumanou akciovou společnost pozitivní). Je to z toho důvodu, že položky

goodwill jsou promítnuty do vzorce ROE, jelikož zvyšují vlastní kapitál (Gladiš, 2015, s. 103-104).

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

### 6.2.3 Management

Při analýze managementu se klade důraz především na hodnocení jeho kvality, která odráží schopnost vést společnost efektivně a strategicky. Dále se zkoumají odměny, které management obdrží, a jejich poměr k celkovým vypláceným dividendám. Tento aspekt je důležitý pro pochopení, jak management přistupuje k rozdělování zisků mezi akcionáře (Gladiš, 2015, s. 105-106).

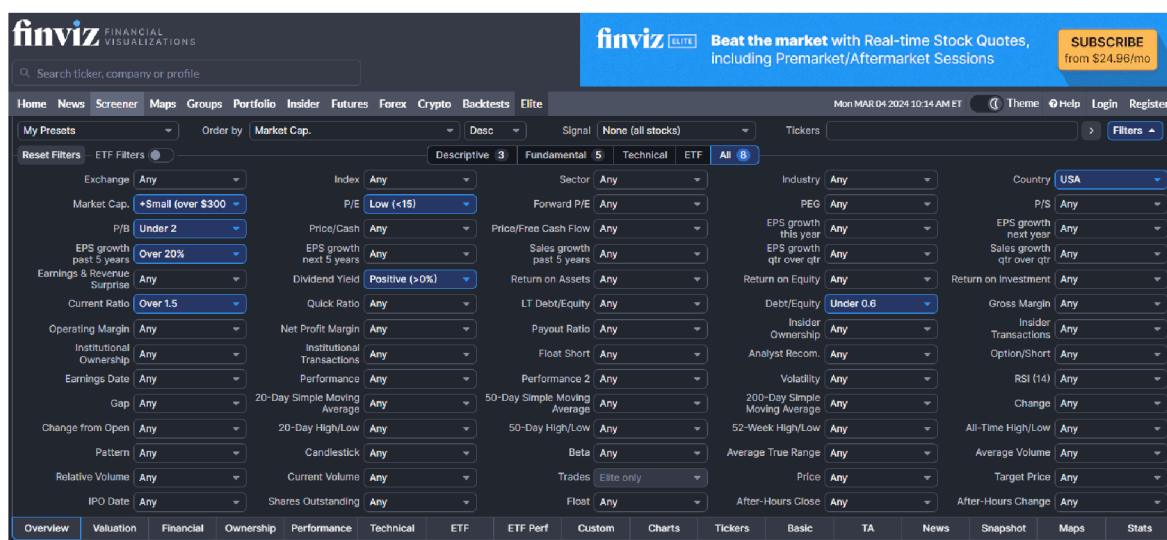


## 7 Výběr vhodné akciové společnosti k investování

### 7.1 Aplikování hodnotového screeningu

Tato bakalářská práce se zaměřuje na zhodnocení výsledků hodnotového screeningu podle sedmi kritérií popsaných v kapitole 6.1. K provedení screeningu byla použita internetová aplikace společnosti finviz, dostupná online na adrese <https://finviz.com/screener.ashx>. Tato aplikace umožňuje aplikaci alespoň přibližných hodnot u většiny požadovaných kritérií.

Obrázek 2 Online screeningový nástroj finviz s předvyplněnými hodnotami



Zdroj: Stock Screener, 2024

#### 7.1.1 Kritérium P/E a P/B

Pro tato kritéria byly stanoveny následující podmínky:

- 1) P/E menší nebo rovno 15;
- 2) P/B menší nebo rovno 1,5;
- 3) alternativně může součin těchto kritérií být menší než 22,5.

V sekci „Filters“ tedy aplikujeme hodnotu P/E „Low (<15)“, jelikož není využívána placená verze aplikace, která umožňuje aplikaci vlastních hodnot pro zvolená kritéria. Odchylka od požadované hodnoty je však zanedbatelná, a tudíž není potřeba tuto nepřesnost brát v potaz. To však neplatí pro hodnotu ukazatele P/B, u kterého neplacená verze umožňuje zadat hodnotu pouze v celých číslech. Pro ukazatel P/B byla tedy zvolena hodnota „Under 2“ (menší než 2), která do výběru zahrne i společnosti, které nesplňují zvolenou hodnotu 1,5,

tudíž bude potřeba se na tento ukazatel zaměřit v ručním posouzení vyfiltrovaných akcií. Hodnota pod 2 pro ukazatel P/B zároveň umožňuje aplikaci alternativního kritéria součinu ukazatele P/E a P/B, jelikož společnosti s nízkým P/E a s hodnotou ukazatele P/B vyšší než 1,5, stále mohou splňovat alternativní kritérium.

#### 7.1.2 **Kritérium dividendového výnosu**

Pro toto kritérium bylo zvoleno období 10 let nepřetržitého vyplácení alespoň nějaké dividendy. Toto období však použitý screeningový nástroj neumožňuje, tudíž je zvolena hodnota alternativního kritéria, a to „Dividend Yield“ česky dividendový výnos, kde zvolíme hodnotu „Positive (>0%)“, čili kladný dividendový výnos. Z tohoto důvodu se práce na toto kritérium zaměřuje při ručním posouzení společností.

#### 7.1.3 **Kritérium likvidity a zadlužení**

Pro kritérium likvidity byl zvolen ekonomický ukazatel běžné likvidity (likvidity III. stupně) a podmínka pro jeho hodnoty byla menší než 1,5. Ve screeningové aplikaci byla v poli „Current Ratio“ vybrána hodnota „Over 1.5“ česky více než 1,5.

Kritérium zadluženosti je reprezentován ukazatelem dluhu k vlastnímu kapitálu a podmínka tohoto kritéria byla stanovena nižší než 0,6. Do pole „Debt/Equity“ (Dluh/Vlastní kapitál) byla tedy vložena hodnota „Under 0.6“ česky méně než 0,6.

#### 7.1.4 **Kritérium stability zisků**

Pro sledování tohoto kritéria byl zvolen ukazatel EPS (zisk na akcii). Pro tento ukazatel byly definovány dvě podmínky:

- 1) musí 5 let konstantně vykazovat kladné hodnoty;
- 2) průměrný růst hodnoty tohoto ukazatele musí být v posledních 5 letech alespoň 4 %.

Screeningový nástroj nenabízí filtr, který by zaručil splnění prvního kritéria, umožňuje však aplikování filtru na růst EPS v posledních 5 letech. V poli „EPS growth past 5 years“ česky růst EPS v posledních 5 letech, byla zvolena možnost „Over 20%“ (více než 20 %), což přibližně odpovídá průměrnému 4 % růstu. Odchylna procentního růstu je zanedbatelná, a tudíž nebude předmětem ručního posouzení vybraných akcií. To však neplatí u první podmínky kladné hodnoty tohoto ukazatele, proto je potřeba se na toto kritérium zaměřit v ručním posouzení akciových společností.

### 7.1.5 Kritérium velikosti podniku

Pro určení velikosti podniku jsme zvolili kritérium tržní kapitalizace přesahující 1 miliardu dolarů. Toto kritérium lze specifikovat v poli „Market Cap“ (tržní kapitalizace). Nejblíže hodnoty tohoto pole, které použitý bezplatný screeningový nástroj nabízí, jsou „+Small (over \$300mln)“ pro podniky s tržní kapitalizací přes 300 milionů dolarů a „+Mid over \$2bln“ pro podniky s tržní kapitalizací přes 2 miliardy dolarů.

Byla vybrána hodnota „+Small (over \$300mln)“, jelikož alternativní hodnota „+Mid (over 2bln)“ je příliš restriktivní a vyfiltrovala by i společnosti splňující naše kritérium. Při ručním posouzení výsledků screeningové analýzy je však třeba upřesnit toto kritérium kvůli zvolené hodnotě.

## 7.2 Ruční posouzení výsledku hodnotového screeningu

Tabulka 1 Předběžné výsledky screeningu s doplněnými daty

Ticker	Společnost	Tržní kapitalizace (mld \$)	P/E	P/B	Dividenda	EPS za posledních 5 let	Běžná likvidita	Dluh/VK	P/E * P/B	Počet let konzistentně kladného EPS	Konzistentně vyplácí dividendy déle než 10 let
VLO	Valero Energy Corp	47,6	5,8	1,81	2,56%	27,5%	1,56	0,48	10,5	3	Ano
LEN	Lennar Corp	45,0	11,7	1,71	0,90%	20,4%	4,04	0,19	20,1	14	Ano
ADM	Archer Daniels Midland Co	28,9	7,6	1,15	3,29%	22,6%	1,69	0,38	8,7	14	Ano
BG	Bunge Global SA	13,4	6,3	1,25	2,74%	55,3%	2,13	0,53	7,8	4	Ano
TOL	Toll Brothers Inc	12,2	9,0	1,74	0,73%	20,6%	3,77	0,41	15,7	13	Ne
LBRDK	Liberty Broadband Corp	8,6	12,8	0,97	0,35%	65,0%	2,42	0,43	12,4	8	Ne
LBRDA	Liberty Broadband Corp	8,6	12,8	0,96	0,27%	65,0%	2,42	0,43	12,3	8	Ne
CMC	Commercial Metals Co	6,2	8,2	1,48	1,21%	44,0%	4,12	0,27	12,1	12	Ano
PBF	PBF Energy Inc	5,8	3,0	0,90	2,10%	71,8%	1,56	0,32	2,7	3	Ne
MTH	Meritage Homes Corp	5,8	8,0	1,26	1,00%	29,0%	8,21	0,23	10,1	12	Ne
KBH	KB Home	5,2	9,7	1,36	1,17%	32,7%	5,63	0,45	13,2	15	Ano
CCS	Century Communities Inc	2,8	10,9	1,16	1,09%	20,5%	4,79	0,55	12,6	13	Ne
CALM	Cal-Maine Foods Inc	2,7	6,0	1,68	2,40%	43,0%	6,92	0,00	10,1	6	Ne
PRDO	Perdoceo Education Corporation	1,2	8,1	1,37	1,88%	23,0%	5,90	0,03	11,1	5	Ne
ETD	Ethan Allen Interiors Inc	0,8	10,6	1,78	4,32%	25,7%	2,31	0,27	18,9	13	Ano
PLPC	Prefomed Line Products Co	0,7	9,2	1,65	0,59%	34,5%	2,49	0,18	15,1	15	Ano
SD	Sandridge Energy Inc	0,5	2,9	1,03	1,38%	35,3%	4,72	0,00	3,0	15	Ne

Zdroj: Vlastní zpracování

Data: Finviz stock screener, c2024, Nasdaq, c2024, MacroTrends, c2024

Jak již bylo zmíněno v předchozích kapitolách, ne všechny hodnoty zadané do screeningového nástroje byly přesné, a jak z tabulky výše vyplývá, ne všechny společnosti, které prošli screeningovým nástrojem, splňují definovaná kritéria. Zároveň screeningový nástroj neumožňuje zobrazovat historická data ukazatele EPS a vyplácených dividend, tudíž byla tato data do tabulky výsledků screeningu ručně doplněna.

Tabulka 2 Konečné výsledky screeningu

Ticker	Společnost	Tržní kapitalizace (mld \$)	P/E	P/B	Dividenda	EPS za posledních 5 let	Běžná likvidita	Dluh/VK	P/E * P/B	Počet let konzistentně kladného EPS	Konzistentně vyplácí dividendy 10+ let
LEN	Lennar Corp	45,0	11,7	1,71	0,90%	20,4%	4,04	0,19	20,1	14	Ano
ADM	Archer Daniels Midland Co	28,9	7,6	1,15	3,29%	22,6%	1,69	0,38	8,7	14	Ano
CMC	Commercial Metals Co	6,2	8,2	1,48	1,21%	44,0%	4,12	0,27	12,1	12	Ano
KBH	KB Home	5,2	9,7	1,36	1,17%	32,7%	5,63	0,45	13,2	15	Ano

Zdroj: Vlastní zpracování

Data: Tabulka 1 Předběžné výsledky screeningu s doplněnými daty

Filtr výsledků screeningu dle požadovaných hodnot byl upřesněn v aplikaci MS Excel. Byl upřesněn filtr tržní kapitalizace (větší než nebo rovno 1 mld \$), filtr součinu hodnot ukazatele P/E a P/B (větší než nebo rovno 22,5), počet let konzistentně kladného ukazatele EPS (větší než nebo rovno 5) a konzistentně vyplácených dividend deset a více (Ano).

Po aplikování těchto dodatečných filtrů se původní seznam 17 akcií zmenšil na 4 společnosti splňující veškerá kritéria popsaná v kapitole 6.1. Mezi tyto akciové tituly patří Lennar Corp, ADM, CMC, KB Home.

### 7.3 Ruční posouzení společnosti Lennar Corp. (LEN)

Lennar Corp. je akciová společnost založena roku 1954, která je na americkém akciovém trhu od roku 1972. Jejím hlavním zaměřením je výstavba rodinných domů. V její historii došlo ke dvou akvizicím. Konkrétně koupila společnost U.S. Home v roce 2000 a tím zdvojnásobila svoji velikost a později v roce 2017 koupila společnost WCI Communities. V roce 2018 společnost fúzovala s CalAtlantic Homes a stala se tak největší společností na výstavbu domů v zemi (USA) (*Lennar Corporation – History, 2024*).

#### 7.3.1 Postavení na trhu

Hlavním zdrojem příjmů společnosti je prodej domů, který tvoří 94,4 % jejich obratu. Kromě toho poskytují finanční služby, především hypotéky, což představuje 2,4 % jejich obratu. Dále se zabývají prodejem vícebytových jednotek (multifamily), což tvoří 2,6 % jejich obratu.

Tabulka 3 Zdroje příjmu společnosti Lennar Corp.

(In thousands)	Year ended November 30, 2022					
	Homebuilding	Financial Services	Multifamily	Lennar Other	Corporate	Total
<b>Revenues:</b>						
Sales of homes .....	\$31,778,885	—	—	—	—	31,778,885
Sales of land .....	143,041	—	—	—	—	143,041
Other revenues .....	29,409	809,680	865,603	44,392	—	1,749,084
Total revenues .....	31,951,335	809,680	865,603	44,392	—	33,671,010

Zdroj: Lennar Corporation, 2022

Ve výroční zprávě se také dočteme, že za velice nízkým dluhem společnosti a vysokými oběžnými aktivy stojí skepticismus managementu vůči aktuální ekonomické situaci. Management se především obává vysokých úrokových sazeb, které navyšují náklady na hypotéky a tím snižují zájem zákazníků o koupi nových domů. Toto tvrzení je pak podloženo daty o prodeji nových nemovitostí, dodávky sice vzrostly o 11 % avšak pesimistický trend potvrzuje 5 % pokles nových objednávek (*Lennar Corporation, 2022*). Tento krok se jeví jako rozumný i při pohledu na aktuální vývoj úrokových sazeb (od roku 2022 do roku 2024), kdy došlo k signifikantnímu nárůstu úrokových sazeb na 5,33 % (k březnu 2024) (*Federal funds effective rate, 2024*).

Firma je druhým největším dodavatelem rodinných domů ve Spojených státech, co se týče dodávek, výnosů a čistého zisku. Toto postavení jí poskytuje významnou konkurenční výhodu na trhu nemovitostí. Díky svému významu a síle ve stavebním odvětví má firma možnost prosadit se ve velkém měřítku a oslovit širokou škálu zákazníků. To jí umožňuje zůstat v čele trhu a neustále inovovat, posilovat svou pozici a poskytovat hodnotu svým klientům a investičním partnerům (*Lennar Corporation, 2022*).

### 7.3.2 Shrnutí ekonomických ukazatelů

Tržní kapitalizace této společnosti je 45 miliard dolarů a činí jí tak největší ze seznamu 4 akcií, splňujících screeningová kritéria.

Hodnota ukazatele P/E je na úrovni 11,7, tudíž s dostatečnou rezervou splňuje zvolené kritérium pro tento ukazatel. To se však nedá tvrdit o ukazateli P/B, který je na úrovni 1,71, tudíž podmínku pro velikost tohoto ukazatele nesplňuje, avšak rozdíl mezi požadovanou hodnotou 1,6 je minimální, navíc společnost splňuje alternativní kritérium součinu těchto ukazatelů. Vyšší hodnoty těchto ukazatelů naznačují, že je možné, že se tato společnost obchoduje s minimálním rozdílem mezi cenou a hodnotou ve srovnání se čtyřmi ostatními společnostmi, které splňují screeningová kritéria.

Dalším kritériem, který je třeba důkladně prozkoumat, je ukazatel běžné likvidity. Sice splňuje zvolenou hranici nad 1,5, avšak jeho vysoká hodnota 4,04 může naznačovat, že financování tohoto podniku je možná příliš drahé. Tato hodnota se jeví vysoká i ve srovnání s odvětvím, ve kterém společnost podniká (*Ready Ratios, c2024*).

Pokud jde o ostatní ukazatele, konkrétně růst zisku na akcii (EPS), poměr dluhu k vlastnímu kapitálu a vyplácené dividendy, není co vytknout. Tyto ukazatele ukazují pozitivní trendy a zdravou finanční situaci společnosti.

### 7.3.3 Finanční výkazy

Tabulka 4 Zjednodušená tabulka finančních výkazů společnosti Lennar Corp.

Finanční výkaz	Položka	Položka anglicky	2023	2022	2021	2020
Výkaz zisků a ztrát	Výnosy celkem	Total Revenue	34 233 366	33 671 010	27 130 676	22 488 854
	Hrubý zisk	Gross Profit	5 940 984	7 202 144	5 536 639	3 474 108
	Provozní zisk	Operating Income	5 439 646	6 787 646	5 138 258	3 140 662
	Výsledek hospodaření	Net Income	3 938 511	4 614 125	4 430 111	2 465 036
Rozvaha	Oběžná aktiva	Current Assets	25 527 930	25 011 440	21 962 720	19 943 100
	Hotovost a její ekvivalenty	Cash And Cash Equivalents	6 474 497	4 778 720	2 921 744	2 863 038
	Nárůst hotovosti a její ekvivalentů	Cash And Cash Equivalents Growth	35,5%	63,6%	2,1%	-
	Krátkodobé závazky	Current Liabilities	4 172 295	3 583 679	2 297 849	1 744 029
	Běžná likvidita	Current Ratio	6,1	7,0	9,6	11,4

Zdroj: MacroTrends, c2024, Yahoo!, c2024

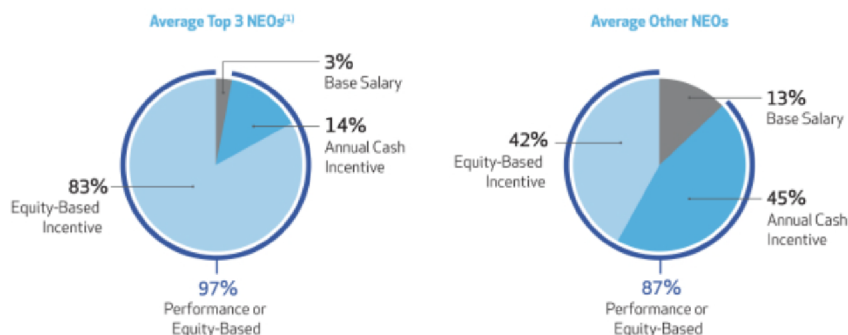
Výnos, hrubý zisk a provozní zisk mají relativně pravidelný růstový trend, až na rok 2023, kdy došlo ke zvýšení výkonové spotřeby současně s pomalejším nárůstem celkových příjmů. Tento vývoj vedl ke snížení provozního zisku. Tato situace pravděpodobně vznikla v důsledku poklesu objednávek v roce 2022 (*Lennar Corporation, 2022*) a zároveň vlivem vysoké inflace, která způsobila růst cen materiálů, včetně těch používaných při výstavbě domů, což vedlo k nárůstu výkonové spotřeby (*MacroTrends, c2024*).

Jak již bylo zmíněno, společnost disponuje relativně vysokými oběžnými aktivy. Při detailním zkoumání rozvahy je patrné, že každým rokem tyto aktiva rostou, a to především v položkách hotovosti a jejích ekvivalentů, což odpovídá záměrům managementu, jak je popsáno ve výroční zprávě, viz kapitola 7.3.2. Po relativně nečinném roku 2020 a 2021 nastal v roce 2022 nárůst hotovosti o 63,6 % a v roce 2023 další nárůst o 35,5 % ve srovnání s předchozím rokem.

## 7.3.4 Management

Tabulka 5 Seznam kompenzací managementu společnosti Lennar Corp.

### 2023 COMPENSATION PAY MIX



(1) Includes Mr. Beckwitt who retired from the Company effective as of September 1, 2023. Information for Mr. Beckwitt is based solely on his compensation earned for fiscal year 2023 and does not include the payment received by Mr. Beckwitt in connection with his retirement or the outstanding shares of service-based restricted stock held by Mr. Beckwitt which vested upon his retirement. For more information on Mr. Beckwitt's retirement, see "Compensation Discussion and Analysis—Executive Transitions—Departure of Rick Beckwitt" in this proxy statement.

Consistent with our compensation objectives, our named executive officers received the following total direct compensation (base salary, annual cash incentive awards, and equity awards) for fiscal 2023:

### 2023 NEO COMPENSATION SUMMARY

Name	Salary (\$)	Stock Awards (\$)	Annual Cash Incentive Awards (\$)	Total (\$)
<b>Stuart Miller</b> Executive Chairman and Co-Chief Executive Officer (effective September 1, 2023)	1,000,000	26,270,845	7,000,000	34,270,845
<b>Jonathan M. Jaffe</b> Co-Chief Executive Officer and President (effective September 1, 2023)	800,000	22,999,640	5,306,190	29,105,830
<b>Diane Bessette</b> Vice President, Chief Financial Officer and Treasurer	750,000	3,230,346	3,000,000	6,980,346
<b>Jeff McCall</b> Executive Vice President	750,000	1,740,157	3,000,000	5,490,157
<b>Mark Sustana</b> Vice President, General Counsel and Secretary	500,000	1,550,259	1,225,000	3,275,259
<b>David Collins</b> Vice President and Controller	325,000	950,471	900,000	2,175,471
<b>Rick Beckwitt</b> Former Co-Chief Executive Officer and Co-President	535,385	22,999,640	—	23,535,025

Zdroj: Lennar Corporation, 2024

Z tabulky můžeme vyčíst, že celkové roční kompenzace pro nejvyšší tři manažery činí přibližně 86,9 milionů dolarů, přičemž 97 % této částky tvoří bonusy nebo akcie. Z toho 83 % představují právě akcie. Z těchto údajů vyplývá, že je v osobním zájmu managementu, aby společnost prosperovala (*Lennar Corporation, 2024*).

Při porovnání s předním konkurentem v odvětví, společností D.R. Horton, Inc., která má srovnatelnou velikost a jejíž management obdrží ročně 78,9 milionů dolarů, se vyplacená částka managementu zkoumané společnosti jeví jako adekvátní. Rozdíl mezi oběma částkami není výrazný, přibližně 10 %. Tento rozdíl je o to menší, když porovnáváme kompenzace čtyř nejvyšších manažerů, kde rozdíl mezi 93,1 (D.R. Horton) a 93,9 (Lennar



Corp.) milionů dolarů ročně není markantní (*D.R. Horton, Inc., 2024*) (*Lennar Corporation, 2024*).

## 7.4 Ruční posouzení společnosti Archer-Daniels-Midland Company (ADM)

Archer-Daniels-Midland Company (dále jen ADM) je akciová společnost, jejíž počátky sahají až do 1. poloviny 20. století. Konkrétně do roku 1902, kdy první ze zakladatelů společnosti založil podnik Daniels Linseed Co. první mlýn v Minneapolis. Na Newyorské burze se obchoduje od roku 1924. Jejím hlavním zaměřením je zemědělství.

### 7.4.1 Postavení na trhu

Společnost je organizována do několika segmentů, z nichž nejvýznamnější jsou následující: **Ag Services and Oilseeds** se zaměřuje především na výrobu, merchandising, dopravu a skladování surovin zemědělského původu a na zpracování olejnatých semen. Produkty zpracovatelského průmyslu olejných semen, jako je surový olej pro výrobu bionafty, salátové oleje a další výrobky z živočišného tuku, například margarín, jsou klíčovými výstupy tohoto segmentu. Ag Services and Oilseeds představuje 78,3 % celkového obratu společnosti.

**Carbohydrate Solutions** je specializovaný na suché a mokré mletí kukuřice a obilovin. Zpracováním těchto surovin vznikají produkty pro potravinářský a nápojový průmysl, včetně sladidel, kukuřičného a obilného škrobu, sirupů, glukózy, mouky a dalších produktů, které se dále využívají například při výrobě krmiv. Carbohydrate Solutions představuje 13,7 % celkového obratu společnosti dle výroční zprávy.

**Nutrition** segment se zabývá výrobou, prodejem a distribucí široké škály ingrediencí a roztoků, včetně rostlinných proteinů, přírodních příchutí, přírodních barviv a dalších specializovaných přísad pro potraviny a krmiva. Tento segment představuje 7,5 % z celkového obratu společnosti.

S tržní kapitalizací 28,9 miliard dolarů je společnost největší ve svém odvětví a zaujímá 41,9 % podíl. Toto jí poskytuje dostatečně velkou konkurenční výhodu s ohledem na to, že její největší konkurent s tržní kapitalizací 19,1 miliard dolarů v odvětví zaujímá 27,6 % podílu v tomto odvětví (*Yahoo!, c2024*).

#### 7.4.2 Shrnutí ekonomických ukazatelů

Tržní kapitalizace společnosti je 28,9 miliard dolarů a z tohoto pohledu je druhou největší společností ze seznamu vybraných akcií.

Co se týče sledovaných ekonomických ukazatelů, tato firma exceluje. Ukazatel P/E dosahuje hodnoty 7,6, P/B má hodnotu 1,15 a jejich součin je 8,7. Z tohoto hlediska vypadá firma jako jedna z nejvíce podceňovaných na trhu, s největším rozdílem mezi hodnotou a cenou. Je tedy nezbytné zaměřit se na tyto ukazatele a porozumět důvodům jejich nízkých hodnot.

Současně tato společnost vyplácí největší dividendu, což ji činí velmi atraktivním investičním cílem. Běžná likvidita a dluh k vlastnímu kapitálu splňují veškerá ze zvolených kritérií a doporučení, což pouze zvyšuje atraktivitu společnosti a důvěru v její zdravou finanční situaci.

#### 7.4.3 Finanční výkazy

Této kapitole věnuje práce zvýšenou pozornost, jelikož nedávné události naznačují, že firma čelila situaci, kdy po dobu 2 let zaměstnávala na pozici CFO (finančního ředitele) osobu, jejíž konání je momentálně vyšetřováno na základě „*určitých účetních postupů a praktik v nutrition segmentu společnosti*“. V důsledku toho byl dotýčný z funkce CFO odvolán, což vedlo k prudkému poklesu hodnoty akcií přibližně o 20 % během několika dnů po zveřejnění této události. Tyto události vysvětlují nízké hodnoty ukazatelů P/E a P/B a atraktivně nízkou cenu společnosti. Tuto událost není možné ignorovat pouze kvůli potenciálně nízké ceně společnosti a měla by být varovným signálem pro investory. I když nutrition segment tvoří pouze 7,5 % z celkového obrátu společnosti, stále je relevantní otázkou, zda tyto „*účetní postupy a praktiky*“ neovlivňují provoz ostatních segmentů firmy a zda není jejich účetnictví vedeno podobným způsobem (Savage, Palma, 2024).

Tabulka 6 Zjednodušená tabulka finančních výkazů společnosti Archer-Daniels-Midland Company

Finanční výkaz	Položka	Položka anglicky	2022	2021	2020
Výkaz zisků a ztrát	Výnosy celkem	Total Revenue	101 556 000	85 249 000	64 355 000
	Provozní výnosy	Operating Revenue	101 556 000	85 249 000	64 355 000
	Odbytové náklady	Cost of Revenue	93 986 000	79 262 000	59 902 000
	Hrubý zisk	Gross Profit	7 570 000	5 987 000	4 453 000
	Provozní výsledek hospodaření	Operating Income	4 212 000	2 993 000	1 766 000
	Výsledek hospodaření	Net Income	4 340 000	2 709 000	1 772 000
Rozvaha	Aktiva celkem	Total Assets	59 774 000	56 136 000	49 719 000
	Oběžná aktiva	Current Assets	35 410 000	31 909 000	27 286 000
	Goodwill a ostatní nehmotná aktiva	Goodwill And Other Intangible Assets	6 544 000	6 747 000	5 585 000

Zdroj: Vlastní zpracování

Data: Yahoo!, c2024

Výnosy, hrubý zisk a výsledek hospodaření mají pravidelný růstový trend, který navzájem kopírují, což je obecně pozitivní signál. Ve výkazu zisků a ztrát nejsou zaznamenány žádné významné jednorázové položky, které by naznačovaly změny v účetních postupech. Autor dále zdůrazňuje, že tyto výsledky v sobě zahrnují i léta 2021 a 2020, tudíž výsledky před nástupem CFO zmíněné kauzy v předchozím odstavci. Znepokojivým ukazatelem je však provozní marže, která sice od roku 2020 stoupla přibližně o 1,5 %, nicméně stále vykazuje nízké hodnoty (4,15 % v roce 2022) v porovnání s průměrem odvětví (10,4 %).

Jak již bylo zmíněno v kapitole 7.4.2, ukazatele běžné likvidity a dluhu k vlastnímu kapitálu vykazují optimální hladiny a obecně tak podporují dobrý dojem z finanční situace podniku. Nízký podíl goodwill a nehmotných aktiv na celkových aktivech podniku naznačují, že v historii společnosti nedocházelo ke zbytečně předraženým akvizicím (*Gladiš, 2015, s. 103*) (*Yahoo!, c2024*).

## 7.4.4 Management

Tabulka 7 Seznam kompenzací managementu společnosti ADM

# Executive Compensation

## Summary Compensation Table

The following table summarizes the compensation for the fiscal years noted in the table of our named executive officers.

Name and Principal Position	Year	Salary (\$)	Bonus (\$)	Stock Awards (\$) <sup>(1)</sup>	Option Awards (\$) <sup>(2)</sup>	Non-Equity Incentive Plan Compensation (\$) <sup>(3)</sup>	Change in Pension Value and Nonqualified Deferred Compensation Earnings (\$) <sup>(4)</sup>	All Other Compensation (\$) <sup>(5)</sup>	Total (\$)
<b>J. R. LUCIANO</b> Board Chair, CEO and President	2022	1,429,174	—	17,727,259	—	4,712,540	—	880,205	24,749,178
	2021	1,400,004	—	15,939,571	—	5,320,000	59,843	789,423	23,508,841
	2020	1,400,004	—	15,940,148	—	4,507,300	112,853	789,323	22,749,628
<b>V. LUTHAR<sup>(6)</sup></b> Senior Vice President and Chief Financial Officer	2022	704,798	—	2,411,505	—	1,231,500	—	90,624	4,438,428
<b>R. G. YOUNG</b> Former Vice Chair and CFO	2022	850,008	—	4,834,791	—	1,791,000	—	279,401	7,755,200
	2021	850,008	—	4,781,915	—	2,137,500	35,050	290,501	8,094,974
	2020	850,008	—	5,844,739	—	1,754,719	74,554	289,174	8,813,194
<b>V. F. MACCIOCCI</b> Senior Vice President, President, Nutrition, and Chief Sales and Marketing Officer	2022	711,668	—	5,245,225	—	1,100,988	—	196,351	7,254,232
	2021	695,840	—	3,187,979	—	1,295,000	24,191	206,514	5,409,524
	2020	675,000	—	4,250,761	—	1,086,581	43,181	250,554	6,306,077
<b>G. A. MORRIS</b> Senior Vice President and President, Agricultural Services and Oilseeds	2022	711,668	—	3,223,194	—	1,172,388	—	204,083	5,311,334
	2021	695,840	—	3,187,979	—	1,330,000	—	203,404	5,417,223
	2020	675,000	—	4,250,761	—	1,086,581	730,151	200,153	6,942,646
<b>C. M. CUDDY<sup>(7)</sup></b> Senior Vice President and President, Carbohydrate Solutions	2022	650,004	—	3,223,194	—	1,067,300	—	177,288	5,117,787
<b>J. D. TAETS</b> Senior Vice President and President, Asia Pacific	2022	700,008	—	3,008,356	—	1,114,400	—	646,925	5,469,689
	2021	700,008	—	2,975,476	—	1,295,000	—	420,610	5,391,094
	2020	700,008	—	3,878,766	—	1,091,825	746,347	198,279	6,615,225

(1) Stock awards in 2022 consisted of RSU awards, PSU awards and a performance-based RSU ("PRSU") award to Mr. Macciocchi. The amounts reported in this column represent the aggregate grant date fair value of the RSU awards for fiscal years 2022, 2021, and 2020 and of the target level of the PSU and PRSU awards for fiscal years 2022, 2021 and 2020. We calculated these amounts in accordance with the provisions of FASB ASC Topic 718 utilizing the assumptions discussed in Note 11 to our financial statements for the fiscal

Zdroj: Archer-Daniels-Midland Company, 2023

Z dat tabulky vyplývá, že celková roční kompenzace pro nejlépe placené čtyři manažery dosahuje přibližně 45,2 milionů dolarů ročně, z nichž 65 % představují akcie. V porovnání s předchozími informacemi o akciové společnosti Lennar Corp. je tento podíl výrazně menší, avšak nelze tvrdit, že by zájmy managementu nebyly spojeny s prosperitou firmy.

Tabulka 8 Čtyři nejlépe placení manažeři s podobně velkou tržní kapitalizací

Společnost	4 nejlépe placení manažeři	1	2	3	4
AFLAC INC	32 617 982	15 776 291	7 140 140	5 662 366	4 039 185
PACCAR INC	19 090 468	9 961 737	4 829 618	2 158 372	2 140 741
PAYCHEX INC	27 403 354	14 442 172	6 680 180	3 294 624	2 986 378
<b>Průměr</b>	<b>26 370 601</b>	-	-	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování

Data: PACCAR INC, 2023, Aflac Incorporated, 2023, Paychex, Inc., 2023

Srovnání kompenzací čtyř nejlépe placených managerů u této společnosti nebude tak jednoduché jako například u Lennar Corp., jelikož v odvětví této firmy není žádná firma s podobně vysokou tržní kapitalizací. Pomůžeme si tedy třemi náhodně vybranými akciovými společnostmi s podobně velkou tržní kapitalizací. Průměr kompenzací čtyř nejlépe placených managerů v těchto firmách je přibližně 26,4 milionů dolarů ročně viz tabulka výše. To znamená, že 4 nejlépe placení manažeři firmy ADM jsou placeni o 71,2 % více než je průměr u těchto podobně velkých společností. Toto číslo se jeví jako neopodstatněně vysoké, zejména při pohledu na nízkou provozní marži viz kapitola 7.4.3.

## 7.5 Ruční posouzení společnosti Commercial Metals Company

Společnost Commercial Metals Company založená roku 1915 je poskytovatelem produktů a technologií v globálním stavebním průmyslu. Materiály a technologie od CMC naleznou uplatnění nejen v infrastruktuře a nebytovém sektoru, ale také při výstavbě obytných domů, průmyslových zařízení a v energetice, včetně její výroby a přenosu. Primárním zdrojem příjmů společnost je prodej, recyklace a zpracování kovů (*Commercial Metals Company*, 2023).

### 7.5.1 Postavení na trhu

Společnost je rozdělena na dva segmenty:

**Severní Amerika** je segment, který generuje 84 % veškerých tržeb společnosti. Největší podíl tržeb tohoto segmentu představují ocelové produkty (32 % z celkových tržeb),

následovány zpracovanými produkty (29 % z celkových tržeb) suroviny (15 % z celkových tržeb) a řešeními spojenými s konstrukcí a dalšími oblastmi (8 % z celkových tržeb).

**Evropa** je segment generující 16 % veškerých tržeb společnosti. Veškerá výroba a zpracování materiálů a kovů tohoto segmentu probíhá v Polsku a produkty tohoto segmentu jsou pak mimo jiné exportovány do České republiky, Německa, Slovenska a do dalších zemí. Nejvýznamnější podíl na tržbách tohoto segmentu mají ocelové produkty (12 % z celkových tržeb) a řešení spojená s konstrukcí a dalšími oblastmi (4 % z celkových tržeb) (*Commercial Metals Company*, 2023).

CMC je s tržní kapitalizací 6,2 miliard dolarů šestou největší společností ve svém odvětví a drží 5,36 % podíl na trhu. Jejím největším konkurentem v tomto odvětví je Nucor Corporation, která s tržní kapitalizací 48,9 miliard dolarů ovládá 38,5 % trhu (*Yahoo!*, c2024). Z těchto údajů vyplývá, že CMC nemá konkurenční výhodu ve svém podílu na trhu.

### 7.5.2 Shrnutí ekonomických ukazatelů

Ukazatel P/E dosahuje hodnoty 8,2, P/B má hodnotu 1,48 a jejich součin je 12,1. Z hlediska těchto ukazatelů se společnost obchoduje s druhým největším rozdílem mezi cenou a hodnotou. S nejvyšším EPS (44 %) ze všech společností splňujících veškerá kritéria, se jeví jako velmi atraktivní investiční příležitost.

Dalším kritériem, který je třeba důkladně prozkoumat, je ukazatel běžné likvidity. Sice splňuje zvolenou hranici nad 1,5, avšak jeho vysoká hodnota 4,04 může naznačovat, že financování tohoto podniku je možná příliš drahé. Tato hodnota se jeví jako vysoká i ve srovnání s odvětvím, ve kterém společnost podniká (*Ready Ratios*, c2024).

### 7.5.3 Finanční výkazy

Celkový obrat, hrubý zisk a provozní zisk mají na první pohled pravidelný růstový trend až na poslední rok (2023), kdy došlo k drobnému poklesu. Z tohoto pohledu působí firma v pořádku. Ve výkazu zisku a ztrát nejsou zaznamenány žádné výrazné jednorázové položky, což dále posiluje pozitivní dojem ze společnosti. Kvalitu firmy dále potvrzuje vývoj ukazatele EPS, který koresponduje s trendem výše zmíněných ukazatelů.

Při pohledu na rozvahu společnosti je patrné, že má společnost vysoká oběžná aktiva, která dosahují výše 272,3 % z celkového dluhu, což dokládá finanční zdraví podniku. Velikost oběžných aktiv je důvodem vysoké běžné likvidity a jak již bylo zmíněno, takto vysoká hodnota může být spojená s drahým financováním podniku. Kromě toho se v rozvaze

nevyskytují žádné podezřelé hodnoty, které by vyvracely obecně dobrý dojem o finanční stabilitě společnosti (*Yahoo!*, c2024).

#### 7.5.4 Management

Tabulka 9 Seznam kompenzací managementu společnosti CMC

Fiscal Year 2023 Summary Compensation Table

Name and Principal Position <sup>(1)</sup>	Year	Salary (\$)	Bonus (\$) <sup>(2)</sup>	Stock Awards (\$) <sup>(3)</sup>	Option Awards (\$) <sup>(4)</sup>	Non-Equity Incentive Plan Compensation (\$) <sup>(5)</sup>	All Other Compensation (\$) <sup>(6)</sup>	Total (\$)
Barbara R. Smith Executive Chairman, Former President and Chief Executive Officer	2023	\$ 1,171,539	\$ —	\$ 6,184,205	\$ —	\$ 2,023,582	\$ 224,299	\$ 9,603,625
	2022	\$ 1,117,308	\$ —	\$ 5,825,836	\$ —	\$ 3,037,500	\$ 226,997	\$ 10,207,641
	2021	\$ 1,075,000	\$ —	\$ 4,859,240	\$ —	\$ 2,902,500	\$ 217,512	\$ 9,054,252
Peter R. Matt <sup>(7)</sup> President and Chief Executive Officer	2023	\$ 307,692	\$200,000	\$ 3,420,865	\$ —	\$ 389,322	\$ 94,306	\$ 4,412,185
	2022	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —
	2021	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —
Paul J. Lawrence Senior Vice President, Chief Financial Officer	2023	\$ 620,385	\$ —	\$ 1,294,742	\$ —	\$ 689,000	\$ 91,873	\$ 2,696,000
	2022	\$ 591,923	\$ —	\$ 1,067,116	\$ —	\$ 952,000	\$ 93,509	\$ 2,704,548
	2021	\$ 571,154	\$ —	\$ 1,003,035	\$ —	\$ 862,500	\$ 86,351	\$ 2,523,040
Ty L. Garrison <sup>(7)</sup> Senior Vice President, Operational and Commercial Excellence	2023	\$ 607,692	\$ —	\$ 1,263,679	\$ —	\$ 597,739	\$ 89,693	\$ 2,558,803
	2022	\$ 591,923	\$ —	\$ 1,067,116	\$ —	\$ 892,500	\$ 293,697	\$ 2,845,236
	2021	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —
Jody K. Absher Senior Vice President, Chief Legal Officer and Corporate Secretary	2023	\$ 491,154	\$ —	\$ 769,063	\$ —	\$ 454,756	\$ 74,399	\$ 1,789,372
	2022	\$ 459,231	\$ —	\$ 722,523	\$ —	\$ 658,000	\$ 69,590	\$ 1,909,344
	2021	\$ 390,000	\$ —	\$ 398,716	\$ —	\$ 480,000	\$ 60,589	\$ 1,329,306
Jennifer J. Durbin Senior Vice President, Chief Human Resources and Communications Officer	2023	\$ 491,154	\$ —	\$ 769,063	\$ —	\$ 454,756	\$ 72,940	\$ 1,787,913
	2022	\$ 459,231	\$ —	\$ 722,523	\$ —	\$ 658,000	\$ 69,705	\$ 1,909,459
	2021	\$ 384,616	\$ —	\$ 398,716	\$ —	\$ 480,000	\$ 56,342	\$ 1,319,674

Zdroj: Commercial Metals Company, 2024

Z dat tabulky vyplývá, že celková roční kompenzace pro nejlépe placené čtyři manažery dosahuje 19,3 milionů dolarů ročně, z nichž přibližně 60 % představují akcie. V porovnání s předchozími informacemi o akciové společnosti Lennar Corp. je tento podíl výrazně menší, avšak nelze tvrdit, že by zájmy managementu nebyly spojeny s prosperitou firmy a vývojem ceny jejích akcií.

Tabulka 10 Čtyři nejlépe placení manažeri s podobně velkou tržní kapitalizací

Společnost	Tržní kapitalizace (mld \$)	Top 4	1	2	3	4
Novanta Inc.	6,33	\$13 687 663	\$7 302 035	\$2 922 076	\$2 013 388	\$1 450 164
CLEVELAND-CLIFFS INC.	6,34	\$5 810 187	\$2 993 891	\$1 728 638	\$1 690 728	\$1 690 728
Murphy Oil Corporation	6,28	\$26 916 935	\$13 444 418	\$5 019 179	\$4 373 343	\$4 079 995
<b>Půměr</b>	<b>6,32</b>	<b>\$15 471 595</b>	<b>\$7 913 448</b>	<b>\$3 223 298</b>	<b>\$2 692 486</b>	<b>\$2 406 962</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Data: Novanta Inc., 2023, SELECTIVE INSURANCE GROUP, INC., 2023, Murphy Oil Corporation, 2023

Vyplácené částky čtyř nejlépe placených manažerů společnosti dosahují výše 19,3 milionu dolarů ročně. Tato částka překračuje průměr čtyř nejlépe placených manažerů ve firmách, který činí 15,5 miliardy dolarů, a to zhruba o 25 %. Tento rozdíl vyvolává otázky, zejména pokud vezmeme v úvahu relativně podprůměrné hodnoty návratnosti kapitálu (ROE) a provozní marže ve srovnání s průmyslovým průměrem (*Damodaran, 2024*) (Yahoo!, c2024).

## **7.6 Ruční posouzení společnosti KB Home (KBH)**

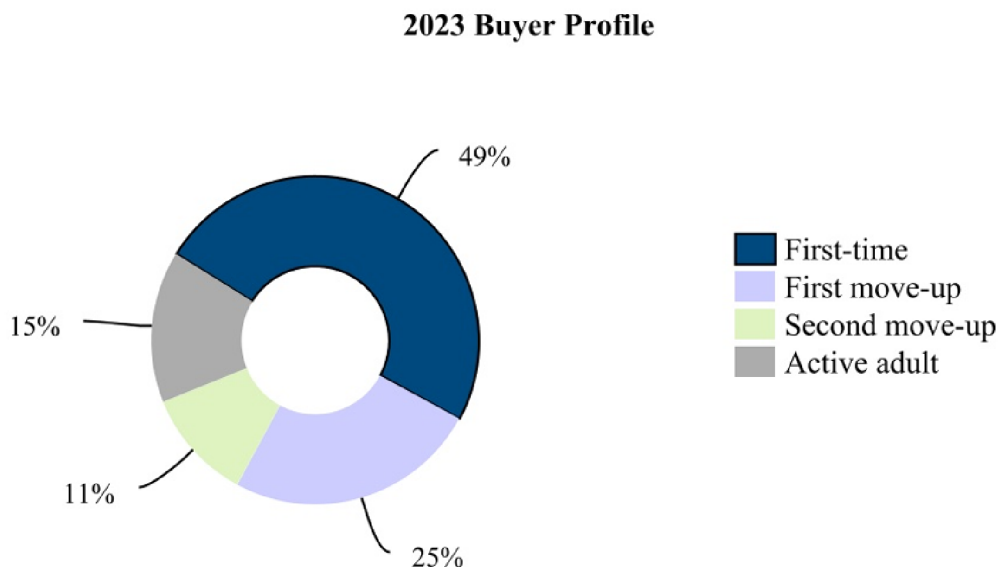
KB Home je podobně jako Lennar Corp. stavební společnost, která se zaměřuje primárně na výstavbu rodinných domů v USA. Společnost staví domy již od roku založení společnosti 1957 a od té doby postavila přes 680 000 domů.

### **7.6.1 Postavení na trhu**

Hlavním zdrojem příjmů společnosti je stavební činnost, která představuje 99,5 % příjmů společnosti. Dále pak nabízí finanční služby, jako je částečné pojištění nemovitosti a hypotéky.



Obrázek 3 Podíl zákazníku podle předchozího bydlení



Zdroj: KB HOME, 2024

Zaměřuje se primárně na zákazníky, kteří kupují svůj první dům, což dokazuje i graf z výroční zprávy společnosti. Tito zákazníci a zákazníci, kteří se stěhují poprvé, tvoří téměř tři čtvrtiny všech zákazníků společnosti. Tento důraz na zákazníky, kteří právě procházejí procesem stěhování do svých prvních vlastních domů, podtrhuje vizi společnosti nabízet dostupné a kvalitní bydlení pro ty, kteří právě začínají svou cestu v oblasti vlastního bydlení.

Tabulka 11 Informace o objednávkách jednotlivých segmentů

Segment	Years Ended November 30,					
	Homes Delivered		Net Orders		Cancellation Rates	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022
West Coast	3,365	4,186	3,623	3,032	17 %	25 %
Southwest	2,699	2,592	2,386	2,090	17	18
Central	4,506	4,339	2,784	3,417	40	32
Southeast	2,666	2,621	2,291	2,317	27	25
<b>Total</b>	<b>13,236</b>	<b>13,738</b>	<b>11,084</b>	<b>10,856</b>	<b>26 %</b>	<b>26 %</b>

Segment	Net Order Value			Average Community Count		
	2023	2022	Variance	2023	2022	Variance
West Coast	\$ 2,423,459	\$ 2,208,610	10 %	76	65	17 %
Southwest	1,032,334	947,758	9	44	39	13
Central	965,994	1,520,520	(36)	79	76	4
Southeast	924,754	943,308	(2)	46	42	10
<b>Total</b>	<b>\$ 5,346,541</b>	<b>\$ 5,620,196</b>	<b>(5)%</b>	<b>245</b>	<b>222</b>	<b>10 %</b>

Zdroj: KB HOME, 2024

Společnost je rozdělena do čtyř segmentů:

**West Coast** představuje segment operací ve státech Kalifornie, Idaho a Washingtonu. Je největší jak z hlediska hodnoty objednávek domů, kde zaujímá 45 % podíl, tak i z hlediska počtu objednaných domů, kde tvoří 33 % podíl. Tato oblast je tak pro podnik klíčová.

**Southwest** je segment, který je zaměřený na státy Arizona a Nevada. Je to třetí největší segment z pohledu objednaných domů s 22 % podílem na všech objednaných domech a druhý největší z pohledu hodnoty objednaných domů, kde zaujímá 19 % podíl.

**Central** segment je zaměřený na státy Colorado a Texas. Je druhý největší z pohledu objednaných domů s podílem 25 % a třetí největší z pohledu hodnoty objednaných domů s 18 % podílem.

**Southeast** je nejmenší ze čtyř segmentů, a to jak z pohledu objednaných domů s podílem 21 %, tak z pohledu hodnoty objednaných domů, kde zaujímá 17 % podíl. Tento segment se zaměřuje na státy Florida a Severní Karolína (*KB HOME*, 2024).

S tržní kapitalizací ve výši 5,26 miliard dolarů je KB Home devátou největší společností ve svém odvětví a drží 2,45% podíl na trhu. Největší konkurenti v tomto odvětví, D. R. Horton Inc. a Lennar Corp., mají zastoupení na trhu ve výši 23,7 % a 21,1 %. Z těchto údajů lze vyvodit, že KB Home nemá konkurenční výhodu ve svém podílu na trhu (*Yahoo!*, c2024).

### 7.6.2 Shrnutí ekonomických ukazatelů

Ukazatel P/E dosahuje hodnoty 9,7, P/B má hodnotu 1,36 a jejich součin je 13,3. Společnost bez problémů splňuje zvolená kritéria a není zde co vytknout. S druhým nejvyšším EPS (32,7 %) ze všech společností splňujících veškerá kritéria, se jeví jako velmi atraktivní investiční příležitost. Zároveň má tato společnost také nejdéle konzistentně kladné EPS, což je samozřejmě dalším pozitivním signálem.

Dalším kritériem, který je třeba důkladně prozkoumat, je ukazatel běžné likvidity. Sice splňuje zvolenou hranici nad 1,5, avšak jeho nejvyšší hodnota ze všech vybraných společností 5,63 může naznačovat, že financování tohoto podniku je možná příliš drahé. Tato hodnota se jeví jako vysoká i ve srovnání s odvětvím, ve kterém společnost podniká (*ReadyRatios*, c2024).

Společnost sice má nejvyšší poměr dluhu k vlastnímu kapitálu, avšak s hodnotou 0,45 bez problémů splňuje zvolené kritérium. Tento ukazatel tak pouze podporuje dobré mínění o finanční situaci společnosti.

### 7.6.3 Finanční výkazy

Celkový obrat, hrubý zisk a provozní zisk mají na první pohled pravidelný růstový trend až na poslední rok (2023), kdy došlo k drobnému poklesu. Z tohoto pohledu působí firma v pořádku. Kvalitu firmy dále potvrzuje vývoj ukazatele EPS, který koresponduje s trendem výše zmíněných ukazatelů. Ve výkazu zisku a ztrát nejsou zaznamenány žádné výrazné jednorázové položky, což dále posiluje pozitivní dojem o společnosti.

Při pohledu na rozvahu společnosti je patrné, že má společnost vysoká oběžná aktiva, která dosahují výše 220,1 % z celkového dluhu, což dokládá finanční zdraví podniku. Velikost oběžných aktiv je důvodem vysoké běžné likvidity a jak již bylo zmíněno, takto vysoká hodnota může být spojená s drahým financováním podniku. Kromě toho se v rozvaze nevyskytují žádné podezřelé hodnoty, které by vyvracely obecně dobrý dojem o finanční stabilitě společnosti (*Yahoo!*, c2024).

### 7.6.4 Management

Tabulka 12 Seznam kompenzací managementu společnosti KB Home

Fiscal Year	Salary (\$) <sup>(a)</sup>	Bonus (\$)	Stock Awards (\$) <sup>(b)</sup>	Non-Equity Incentive Plan Compensation (\$) <sup>(c)</sup>	Change in Pension Value and Nonqualified Deferred Compensation Earnings (\$) <sup>(d)</sup>	All Other Compensation (\$) <sup>(e)</sup>	Total (\$)
<b>Jeffrey T. Mezger, Chairman and Chief Executive Officer</b>							
2023	\$ 1,150,000	\$ —	\$ 7,178,664	\$ 7,280,000	\$ —	\$ 80,391	\$ 15,689,055
2022	1,150,000	—	7,105,882	7,480,000	—	78,909	15,814,791
2021	1,150,000	—	4,999,996	7,995,919	142,560	78,043	14,366,518
<b>Jeff J. Kaminski, Executive Vice President and Chief Financial Officer</b>							
2023	812,500	—	1,500,017	2,122,653	—	61,841	4,497,011
2022	785,417	—	1,400,008	2,272,201	—	60,234	4,517,860
2021	757,500	—	1,399,986	2,029,530	—	58,593	4,245,609
<b>Robert V. McGibney, President and Chief Operating Officer</b>							
2023	820,833	—	2,249,982	3,723,971	—	62,281	6,857,067
2022	770,833	—	1,999,998	3,656,299	—	59,308	6,486,438
2021	557,500	—	2,000,014	2,685,311	—	58,934	5,301,759
<b>Albert Z. Praw, Executive Vice President, Real Estate and Business Development</b>							
2023	675,417	—	950,002	1,701,060	—	53,148	3,379,627
2022	650,417	—	899,986	1,821,451	—	51,866	3,423,520
2021	628,333	—	900,002	1,626,214	—	63,806	3,218,355
<b>Brian J. Woram, Executive Vice President and General Counsel</b>							
2023	675,417	—	931,376	1,545,600	—	47,866	3,200,259
2022	650,417	—	1,045,327	1,489,600	—	52,134	3,237,478
2021	628,333	—	850,000	1,503,741	—	50,843	3,032,917

Zdroj: KB HOME, 2024

Z tabulky kompenzací managementu společnosti KB Home můžeme vyčíst, že čtyři nejlépe placení manažeři ročně obdrží přibližně 30,4 milionů dolarů. Je zajímavé, že v průměru tvoří 65 % jejich kompenzace hotovostní platby a pouze 35 % jsou ve formě akcií společnosti. Tento poměr je výrazně nižší než u předchozích hodnocených firem a jeho význam by neměl být podceňován.

Tabulka 13 Čtyři nejlépe placení manažeři konkurentů s podobně velkou tržní kapitalizací

Společnost	Tržní kapitalizace (mld \$)	Top 4	1	2	3	4
Meritage Homes Corporation	5,78	\$19 250 986	\$8 015 467	\$4 002 007	\$3 616 756	\$3 616 756
Skyline Champion Corporation	4,81	\$16 795 982	\$8 077 646	\$3 435 972	\$2 641 361	\$2 641 003
<b>Půměr</b>	<b>5,29</b>	<b>\$18 023 484</b>	<b>\$8 046 557</b>	<b>\$3 718 990</b>	<b>\$3 129 059</b>	<b>\$3 128 880</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Data: Meritage Homes Corporation, 2023, Skyline Champion Corporation, 2024

Dále je zarážející právě částka 30,4 milionů dolarů ročně, zejména v porovnání s konkurenčními firmami ve stejném odvětví s podobnou tržní kapitalizací jako jsou Meritage Homes Corporation a Skyline Champion Corporation. Tato částka je o 69 % vyšší, jak je patrné z tabulky výše. Navíc výše kompenzací není v souladu ani s podprůměrnými hodnotami ukazatele ROE 15,8 %, což je nižší než průměr odvětví 19,8 % (*FullRatio*, c2024). Takto vysoká kompenzace se jeví jako neopodstatněná.

## 7.7 Zhodnocení výsledků

Kritérii hodnotového screeningu prošly pouze čtyři akciové společnosti ze všech veřejně obchodovaných amerických akciích. První hodnocenou společností byla společnost Lennar Corp. Tato společnost se z hlediska vybraných hodnotových kritérií jevila jako společnost prodávající se s nejmenším rozdílem mezi cenou a hodnotou. Zároveň její vysoká běžná likvidita naznačovala potenciálně drahé financování společnosti. Na druhé straně jako jediná vysvětlovala důvod této vysoké hodnoty ve výroční zprávě a tato tvrzení byla podložena daty z finančních výkazů. Společnost tedy splňuje veškerá zvolená kritéria a splňuje veškeré definované předpoklady hodnotové investice.

Druhou hodnocenou společností byla společnost ADM. Tato společnost se jeví jako nejatraktivnější z pohledu ukazatelů P/E a P/B a zároveň vyplácí nejvyšší dividendu ze všech vybraných společností. Důvodem nízkých hodnot ukazatelů P/E a P/B je nedávná kauza CFO společnosti, který byl na jejím základě zbaven funkce. Tato událost značně přidává na rizikovosti této společnosti a není tak určena pro konzervativního investora, avšak splňuje všechna zvolená kritéria hodnotové investice. Důkladnější analýza finančních výkazů společnosti neodhalila zásadní problémy spojené s touto kauzou.

Třetí hodnocenou společností byla společnost CMC, která se z hlediska zkoumaných ukazatelů jeví jako druhá nejvíce podceněná na základě ukazatelů P/E a P/B. Vyplácí druhou

největší dividendu. Jako u většiny vybraných společností vykazuje vysokou hodnotu běžné likvidity. Jediným negativem, který odhalilo bližší zkoumání společnosti je potenciálně neadekvátní ohodnocení managementu společnosti. I tato firma splňuje veškerá kritéria hodnotové investice popsaná v této práci.

Poslední hodnocenou společností byla společnost KB Home. U této společnosti není co vytknout z pohledu kritérií hodnotového screeningu. Zarážející je kompenzace managementu společnosti, která se jeví jako velice neopodstatněná ve srovnání s konkurenčními podniky. I tak tato společnost splňuje veškerá popsaná kritéria hodnotové investice.

## 8 Závěr

Prvním stanoveným dílčím cílem práce byl rozbor teoretických znalostí hodnotového investování. V práci byly představeny základní pojmy spojené s investicemi, různé pohledy na ně, jejich klasifikace a byly představeny základní metody pro jejich hodnocení. Práce se také věnovala investičním strategiím, kde byla pozornost zaměřena především na klasifikaci těchto strategií a rozdělení strategických přístupů na opatrný (konzervativní) a aktivní přístup, dle definic Benjaminu Grahama. Vysvětleny byly také rozdíly mezi spekulacemi a investicemi na akciovém trhu opět z pohledu Benjaminu Grahama. Dále práce čtenáře seznámila s principy hodnotového investování, které používali po dobu své investiční kariéry například Warren Buffett, Daniel Gladiš a Benjamin Graham a seznámila čtenáře s pojmy jako je bezpečnostní polštář a rozdíl mezi cenou a hodnotou akciové společnosti. Práce se také věnovala stručné historii hodnotového investování. Tím byl naplněn první dílčí cíl.

Druhým dílčím cílem práce bylo stanovit kvantitativní kritéria pro realizaci investice. Velká část práce byla věnována investičnímu procesu, kde byly popsány teoretické základy investičního procesu aplikovaného v praktické části práce. Tato kapitola pojednávala o hodnotovém screeningu, kde byla představena kvantitativní kritéria ekonomických ukazatelů v souvislosti s principy hodnotového investování a kritéria popsána Benjaminem Grahamem a Danielem Gladišem. V rámci kapitoly investičního procesu byla také popsána strategie podrobnější analýzy společností, která pojednávala o teoretických principech zkoumaných oblastí fundamentální analýzy společnosti. Tím byl naplněn druhý dílčí cíl.

Hlavním cílem práce bylo rozhodnutí o realizaci investice do jedné z hodnocených společností. Tento cíl byl naplněn v praktické části práce, která se věnovala aplikování investičního procesu definovaného v předchozí kapitole. V praktické části byl představen screeningový webový nástroj, který byl použit k aplikování hodnotových kritérií. Výsledky hodnotového screeningu z použitého screeningového nástroje byly následně obohaceny o podstatná data za účelem doplnění kritérií, které screeningový nástroj neposkytoval a byly tak zpřesněny výsledky hodnotového screeningu. Tím byl naplněn třetí dílčí cíl práce.

V druhé kapitole praktické části byla provedena detailnější analýza společností za účelem odhalení zjevných informací o firmě, které by mohly danou společnost vyloučit jakožto hodnotovou investici. Podrobnější analýza neodhalila informace, které by vylučovaly společnosti ze seznamu akcií splňující popsána kritéria hodnotové investice. Splněním těchto

kritérií a principů hodnotového investování u podrobněji zkoumaných společností práce usuzuje, že se tyto čtyři společnosti prodávají za tržní cenu pod jejich reálnou hodnotou, avšak s výhradami u společnosti ADM a KB Home. Bylo zjištěno, že ideální dlouhodobou hodnotovou investicí jsou společnosti CMC a Lennar Corp, čímž byl splněn čtvrtý dílčí cíl práce a zároveň cíl hlavní.

## Seznam použitých zdrojů

1. AFLAC INCORPORATED, 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000004977/000000497723000079/afl-20230314.htm>. [cit. 2024-03-07].
2. ARCHER-DANIELS-MIDLAND COMPANY, 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000007084/000119312523070173/d14194ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-07].
3. *Bonds*, 2024. Online. Investor.gov. Dostupné z: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/bonds-or-fixed-income-products/bonds>. [cit. 2024-02-14].
4. COLUMBIA BUSINESS SCHOOL, c2024. *Value Investing History*. Online. Columbia Business School. Dostupné z: <https://business.columbia.edu/heilbrunn/about/valueinvestinghistory>. [cit. 2024-02-16].
5. COMMERCIAL METALS COMPANY, 2023. *Form 10-K*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000022444/000002244423000126/cmcc-20230831.htm>. [cit. 2024-03-08].
6. COMMERCIAL METALS COMPANY, 2024. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000022444/000119312523281081/d556976ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-09].
7. D.R. HORTON, INC., 2024. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000882184/000119312523296787/d492945ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-06].
8. DAMODARAN, Aswath, 2024. *Margins by Sector (US)*. Online. NYU Stern School of Business. Dostupné z: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/margin.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/margin.html). [cit. 2024-03-10].
9. DAMODARAN, Aswath, 2024. *Return on Equity by Sector (US)*. Online. NYU Stern School of Business. Dostupné z: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/roe.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/roe.html). [cit. 2024-03-10].
10. *Federal funds effective rate*, 2024. Online. FRED. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>. [cit. 2024-03-05].
11. *Finance & Real Estate*, c2023. Online. IDSG Group. Dostupné z: <https://www.idsg-group.com/finance-and-real-estate/>. [cit. 2024-02-04].



12. *Finviz stock screener*, c2024. Online. Dostupné z: <https://finviz.com/screener.ashx>. [cit. 2024-03-13].
13. FULLRATIO, c2024. *Return on Equity (ROE) by industry*. Online. FullRatio. Dostupné z: <https://fullratio.com/roe-by-industry>. [cit. 2024-03-11].
14. GRAHAM, Benjamin a ZWEIG, Jason, 2007. *Inteligentní investor*. Investice. Praha: Grada. ISBN 9788024717920.
15. *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2023*, 2024. Online. NYU Stern School of Business. Dostupné z: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html). [cit. 2024-02-14].
16. HOMOLKA, Jaroslav, 2014. *Podniková ekonomika a řízení*. Vyd. 2. V Praze: Česká zemědělská univerzita, Provozně ekonomická fakulta. ISBN 9788021325043.
17. KB HOME, 2024. *Annual report*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000795266/000079526624000008/kbh-20231130.htm>. [cit. 2024-03-10].
18. KB HOME, 2024. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: [https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000795266/000130817924000080/lkbh2024\\_def14a.htm](https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000795266/000130817924000080/lkbh2024_def14a.htm). [cit. 2024-03-11].
19. KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ, Drahomíra; REMEŠ, Daniel a ŠTEKER, Karel, 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Prosperita firmy. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0563-2.
20. LENNAR CORPORATION, 2022. *Annual report*. Online. Dostupné z: <https://investors.lennar.com/~media/Files/L/Lennar-IR-V3/documents/annual-reports/2022-annual-report.pdf>. [cit. 2024-03-05].
21. LENNAR CORPORATION, 2024. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000920760/000119312524051712/d511799ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-06].
22. MACROTRENDS, c2024. *Lennar Balance Sheet 2009-2024*. Online. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/LEN/lennar/balance-sheet>. [cit. 2024-03-05].
23. MACROTRENDS, c2024. *U.S. inflation rate 1960-2024*. Online. Dostupné z: <https://www.macrotrends.net/global-metrics/countries/USA/united-states/inflation-rate-cpi>. [cit. 2024-03-05].
24. MERITAGE HOMES CORPORATION, 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000833079/000083307923000083/mth-20230323.htm>. [cit. 2024-03-11].

25. MONETA MONEY BANK, c2024. *Dluhopisy - investice do dluhopisů*. Online. MONETA Money Bank. Dostupné z: <https://www.moneta.cz/sporeni-a-investice/dluhopisy>. [cit. 2024-02-14].
26. MURPHY OIL CORPORATION, 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000717423/000119312523078459/d463098ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-10].
27. NASDAQ, c2024. *Stocks dividend history*. Online. Nasdaq. Dostupné z: <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks>. [cit. 2024-03-13].
28. NOVANTA INC., 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0001076930/000095017023012137/novt-20230406.htm>. [cit. 2024-03-10].
29. PACCAR INC, 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000075362/000119312523071313/d402196ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-07].
30. PAYCHEX, INC., 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000723531/000119312523226898/d474083ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-07].
31. READY RATIOS, c2024. *Current Ratio - breakdown by industry*. Online. Ready Ratios. Dostupné z: <https://www.readyratios.com/sec/ratio/current-ratio/>. [cit. 2024-03-05].
32. REJNUŠ, Oldřich, 2014. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Partners. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3671-6.
33. SAVAGE, Susannah a PALMA, Stefania, 2024. *ADM's accounting procedures probed by US prosecutors*. Online. Financial Times. Dostupné z: <https://www.ft.com/content/1b0ac724-d4d4-4465-9de1-e0b291153f2c>. [cit. 2024-03-07].
34. SELECTIVE INSURANCE GROUP, INC., 2023. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: [https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/archives/edgar/data/0000230557/000110465923038203/tm239168d1\\_def14a.htm](https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/archives/edgar/data/0000230557/000110465923038203/tm239168d1_def14a.htm). [cit. 2024-03-10].
35. SKYLINE CHAMPION CORPORATION, 2024. *Proxy statement*. Online. Dostupné z: <https://www.sec.gov/ixviewer/ix.html?doc=/Archives/edgar/data/0000090896/000119312523168530/d510448ddef14a.htm>. [cit. 2024-03-11].
36. *Stocks*, 2024. Online. Investor.gov. Dostupné z: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/stocks>. [cit. 2024-02-14].
37. SYNEK, Miloslav, 2011. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Expert (Grada). Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3494-1.

38. YAHOO!, c2024. *Archer-Daniels-Midland Company (ADM)*. Online. Yahoo!. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/ADM>. [cit. 2024-03-07].
39. YAHOO!, c2024. *Commercial Metals Company (CMC)*. Online. Yahoo!. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/CMC>. [cit. 2024-03-09].
40. YAHOO!, c2024. *KB Home (KBH)*. Online. Yahoo!. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/KBH>. [cit. 2024-03-10].
41. YAHOO!, c2024. *Largest Companies in This Industry*. Online. Yahoo!. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/sectors/consumer-defensive/farm-products/>. [cit. 2024-03-07].
42. YAHOO!, c2024. *Lennar Corporation (LNN0.F)*. Online. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/LNN0.F/financials>. [cit. 2024-03-05].
43. YAHOO!, c2024. *Residential Construction Stock Performance*. Online. Yahoo!. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/sectors/consumer-cyclical/residential-construction/>. [cit. 2024-03-10].
44. YAHOO!, c2024. *Steel Stock Performance*. Online. Yahoo! finance. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/sectors/basic-materials/steel/>. [cit. 2024-03-08].

## 9 Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratk

### 9.1 Seznam obrázků

Obrázek 1 Bezpečnostní polštář.....	25
Obrázek 2 Online screeningový nástroj finviz s předvyplněnými hodnotami.....	33
Obrázek 3 Podíl zákazníku podle předchozího bydlení .....	49

### 9.2 Seznam tabulek

Tabulka 1 Předběžné výsledky screeningů s doplněnými daty.....	36
Tabulka 2 Konečné výsledky screeningů.....	36
Tabulka 3 Zdroje příjmu společnosti Lennar Corp. ....	37
Tabulka 4 Zjednodušená tabulka finančních výkazů společnosti Lennar Corp.....	39
Tabulka 5 Seznam kompenzací managementu společnosti Lennar Corp. ....	40
Tabulka 6 Zjednodušená tabulka finančních výkazů společnosti Archer-Daniels-Midland Company .....	42
Tabulka 7 Seznam kompenzací managementu společnosti ADM.....	44
Tabulka 8 Čtyři nejlépe placení manažeři s podobně velkou tržní kapitalizací .....	45
Tabulka 9 Seznam kompenzací managementu společnosti CMC .....	47
Tabulka 10 Čtyři nejlépe placení manažeři s podobně velkou tržní kapitalizací .....	47
Tabulka 11 Informace o objednávkách jednotlivých segmentů.....	49
Tabulka 12 Seznam kompenzací managementu společnosti KB Home.....	51
Tabulka 13 Čtyři nejlépe placení manažeři konkurentů s podobně velkou tržní kapitalizací .....	52