



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

TVORBA AKCIOVÉHO PORTFOLIA NA ZÁKLADĚ VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ EMITENTŮ

CREATION OF A STOCK PORTFOLIO BASED ON THE ECONOMIC RESULTS OF THE ISSUERS

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Erik Mol

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Roman Ptáček, Ph.D.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Student:	Bc. Erik Mol
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Podnikové finance a obchod
Vedoucí práce:	Ing. Roman Ptáček, Ph.D.
Akademický rok:	2016/17

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

Tvorba akciového portfolia na základě výsledku hospodaření emitentů

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem diplomové práce je na základě analýzy výsledků hospodaření emitentů na vybraném akciovém trhu vytvořit vhodnou skladbu akciového portfolia.

Základní literární prameny:

FABOZZI, F. J. a H. MARKOWITZ. The theory and practice of investment management : asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies. 2. vyd. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011. 682 s. ISBN 978-0-470-92990-2.

JÍLEK, J. Akciové trhy a investování. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

REILLY, F. K. a K. C. BROWN. Investment analysis and portfolio management. 9. vyd. Australia: South-Western Cengage Learning, 2009. 1041 s. ISBN 978-0-324-65612-1.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2014. 768 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

SEIGEL, J. Investice do akcií. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 296 s. ISBN 978-80-247-3-60-4.

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

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

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

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

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá tvorbou akciového portfolia na základě výsledku hospodaření emitentů kotovaných na americkém akciovém trhu. V teoretické části diplomové práce jsou rozebrány základní pojmy a teoretická východiska týkající se finančních trhů a analýzy akciových instrumentů. V praktické části je zpracována fundamentální analýza pomocí vybraných metod a finančních ukazatelů. Na závěr je doporučena vhodná struktura akciového portfolia.

Abstract

This master thesis deals with creation of a stock portfolio based on the economic results of the issuers listed on US stock market. The theoretical part describes basic terms and theoretical basis of financial markets and stock analysis. The practical part includes fundamental analysis based on selected methods and financial indicators. At the end there is proposal of appropriate stock portfolio structure.

Klíčová slova

Akcie, dividendy, finanční trhy, fundamentální analýza, finanční analýza, vnitřní hodnota, portfolio.

Keywords

Stocks, dividends, financial markets, fundamental analysis, financial analysis, intrinsic value, portfolio.

Bibliografická citace

MOL, E. *Tvorba akciového portfolia na základě výsledku hospodaření emitentů*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 119 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Roman Ptáček, Ph.D.

Čestné prohlášení

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

V Brně dne 23. května 2017

.....

Poděkování

Tímto děkuji vedoucímu mé diplomové práce panu Ing. Romanu Ptáčkovi, Ph.D. za ochotu, odborný dohled a pomoc při zpracování. Dále bych chtěl poděkovat mé rodině, která mě v mém studiu po celou dobu podporovala.

Obsah

Úvod.....	11
1 Cíle práce, metody a postupy zpracování	12
1.1 Cíl práce	12
1.2 Postup práce	12
1.3 Metodologie práce.....	13
1.3.1 Mezipodnikové srovnání.....	13
1.3.2 Vnitřní hodnota akcií	15
1.3.3 Vstupní a výstupní data pro výpočet vnitřní hodnoty.....	18
1.3.4 Výkonnost portfolia	19
2 Teoretická východiska	21
2.1 Finanční trhy	21
2.1.1 Peněžní trhy	21
2.1.2 Kapitálové trhy	22
2.1.3 Devizové trhy.....	22
2.1.4 Trhy drahých kovů.....	22
2.2 Trh cenných papírů	23
2.2.1 Trh cenných papírů dle obchodovaných instrumentů.....	23
2.2.2 Trh cenných papírů rozdělený na primární a sekundární	23
2.3 Akcie	25
2.3.1 Druhy akcií	26
2.3.2 Podoba akcií.....	27
2.4 Dividendy.....	28
2.4.1 Dividendová výnosnost.....	28
2.5 Analýza akciových instrumentů.....	28
2.5.1 Fundamentální akciová analýza.....	29

2.5.2	Technická analýza.....	38
2.5.3	Psychologická analýza.....	38
2.6	Finanční analýza.....	39
2.6.1	Horizontální analýza.....	39
2.6.2	Vertikální analýza.....	39
2.6.3	Ukazatele likvidity.....	40
2.6.4	Ukazatele zadluženosti.....	40
2.6.5	Ukazatele rentability.....	41
2.6.6	Ukazatele tržní hodnoty.....	42
2.7	Investiční filozofie.....	43
3	Analýza problému a současné situace.....	46
3.1	Kritéria pro výběr emitentů.....	46
3.2	Globální analýza USA.....	47
3.2.1	Reálný výstup ekonomiky.....	48
3.2.2	Fiskální politika.....	49
3.2.3	Peněžní nabídka.....	50
3.2.4	Úrokové sazby.....	51
3.2.5	Inflace.....	52
3.2.6	Pohyb zahraničního kapitálu.....	53
3.2.7	Kvalita investičního prostředí.....	54
3.3	Odvětvová analýza.....	56
3.3.1	Technologické sektor.....	56
3.3.2	Finanční sektor.....	58
3.3.3	Sektor služeb.....	59
3.3.4	Sektor spotřebního zboží.....	61
3.3.5	Sektor základních materiálů.....	63

3.4	Analýza jednotlivých firem.....	64
3.4.1	Vstupní data pro výpočet vnitřních hodnot akcií.....	64
3.4.2	The Cato Corporation (CATO).....	66
3.4.3	Callaway Golf Company (ELY).....	70
3.4.4	FutureFuel Corporation (FF).....	74
3.4.5	Corning Incorporated (GLW).....	77
3.4.6	Superior Industries International Inc. (SUP).....	82
3.4.7	Valero Energy Corporation (VLO).....	86
3.4.8	Waddell & Reed Financial Inc. (WDR).....	90
3.4.9	Mezipodnikové srovnání.....	93
3.5	Souhrnné hodnocení provedené fundamentální analýzy.....	95
4	Vlastní návrhy řešení.....	98
4.1	Výběr společností do portfolia.....	98
4.2	Složení a struktura portfolia.....	100
4.3	Výnosy a poplatky portfolia.....	102
4.4	Výkonnost portfolia.....	104
4.5	Správa portfolia.....	105
	Závěr.....	106
	Seznam použitých zdrojů.....	108
	Seznam tabulek.....	116
	Seznam obrázků.....	118
	Seznam grafů.....	119

Úvod

V současné době existuje mnoho způsobů, jakými lidé mohou investovat své volné peněžní prostředky. Finanční trhy nabízí velké množství finančních produktů, investičních instrumentů či komodit. Z toho vyplývá, že v moderní společnosti lze investovat téměř do čehokoliv. To, do čeho budou jednotlivci či společnost investovat, je závislé na jejich postoji k výnosům a riziku. Obecně však platí fakt, že čím větší má objekt averzi k riziku, tím menších zisků dosáhne.

Jednou z možností do čeho investovat jsou akcie, které se těší velké oblibě například ve Spojených státech amerických. V České republice je tomu naopak a lidé investují spíše do konzervativnějších produktů. Je pravdou, že akcie jsou rizikovým instrumentem, a proto je nutné jejich výběr neuspěchat, a dobře promyslet. Jedním z nejvíce používaných způsobů, kterým investoři hledají vhodné akcie pro svá portfolia, je fundamentální analýza. Tato analýza je velmi komplexní a dokáže akcie porovnávat z velmi širokého pohledu, avšak není exaktní. Vždy totiž hraje velkou roli také subjektivní přístup daného investora, jeho zkušenosti, znalosti, trpělivost a emoce.

Pokud tedy investor dokáže akcie přijmout jako součást jeho života a věnuje jim dostatečný čas, může díky vhodnému složení portfolia jejich rizikovou podstatu zmírnit a získat tak atraktivnější výnosy, než při investicích do běžných finančních produktů.

Tato diplomová práce se bude zabývat fundamentální analýzou akciových společností působící na americkém akciovém trhu. Na její základě pak bude z vyhovujících společností sestaveno akciové portfolio pro drobného investora.

1 Cíle práce, metody a postupy zpracování

V této kapitole bude vymezen cíl diplomové práce, postup vypracování a metody použité při vypracování práce.

1.1 Cíl práce

Cílem diplomové práce je na základě provedené analýzy výsledků hospodaření emitentů působících na americkém akciové trhu najít vhodné akcie na zařazení do portfolia. Portfolio bude sestaveno pro drobného investora, tak aby nebylo časově náročné na údržbu.

1.2 Postup práce

V první části práce budou vymezeny základní pojmy a teoretická východiska týkající se finančních trhů, druhů analýz akciových instrumentů a investičních přístupů, na kterých bude založena praktická část této diplomové práce. Tato část bude založena hlavně na pramenech odborné literatury.

V druhé části diplomové práce bude provedena fundamentální analýza akcií vybraných na základě zvolené investiční strategie. Fundamentální analýza se bude skládat z analýzy makroekonomického prostředí, ve kterém se vybraný akciový trh nachází, odvětvové analýzy a firemní analýzy vybraných společností. V diplomové práci bude využíváno veřejně dostupných dat z webových stránek analyzovaných společností, finančních webů a screeningových aplikací. Při analýze bude dodržen následující postup:

- finanční analýza – zahrnující poměrové ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti a tržní ukazatele,
- mezipodnikového srovnání,
- výpočet požadované výnosové míry a míry růstu dividend resp. zisků,
- pro výpočet vnitřních hodnot akcií.

Některé hodnoty poměrových ukazatelů budou srovnány s odvětvovými či sektorovými ukazateli. Dosažené výsledky budou následně interpretovány a některé graficky znázorněny.

Po zhodnocení dosažených výsledků bude na jejich základě v návrhové části diplomové práce doporučena vhodná struktura akciového portfolia při zohlednění systematického

rizika. Pro vypracování praktické části práce budou použita veřejně dostupná data a informace.

1.3 Metodologie práce

Pro výpočet všech ukazatelů, matic, tvorbu grafů a tabulek bude použito tabulkového procesoru Microsoft Excel z kancelářského balíku Microsoft Office. V práci bude použito následujících metod.

1.3.1 Mezipodnikové srovnání

Při rozhodování o koupi či správě portfoliových akciových instrumentů je snahou investorů analyzovat a porovnat akcie mezi sebou na základě několika důležitých finančních ukazatelů a určit, které tituly jsou nejvýhodnější pro koupi, nebo které je vhodné prodat. Porovnávat společnosti mohou investoři několika způsoby, a to buď s odvětvovými průměry, anebo porovnáním vybraných podniků mezi sebou. Mezipodnikové srovnání se provádí v matici na základě matematicko-analytických metod. Pro vytvoření matice je nutné:

- vybrat vhodné společnosti pro srovnání,
- vybrat vhodné finanční ukazatele pro naplnění investiční strategie,
- určení charakteru vybraných ukazatelů, a to pro ukazatele s požadovanou co nejvyšší hodnotou se přiřadí charakter (+) a pro ukazatel s požadovanou co nejnižší hodnotou se přiřadí charakter (-),
- přidělit váhy jednotlivým vybraným ukazatelům, dle důležitosti ukazatele,
- sestavit následující matici:

Společnost	Kritérium (zvolené ukazatele)			
	X_1	X_2	...	X_m
1	X_{11}	X_{12}	...	X_{1m}
2
...
n	X_{n1}	X_{n2}	...	X_{nm}
Váhy	P_1	P_2	...	P_m
Charakter	(+)	(-)	...	(+)

Obrázek 1: Výchozí matice mezipodnikového srovnání

Zdroj: vlastní zpracování dle Rejnuš, 2014

kde X_{ij} je hodnota j-tého ukazatele v i-té společnosti,

- m je počet ukazatelů,
- n je počet hodnocených společností,
- P_j je váha j-tého ukazatele. (Rejnuš, 2001)

Na základě této matice jsou pak pomocí matematicko-statistických metod jednotlivé hodnoty vybraných ukazatelů transformovány do jednoho integrálního bonitního ukazatele, který vyjadřuje pořadí kvality dané společnosti mezi srovnávanými společnostmi. (Rejnuš, 2017)

Pro tuto práci bude využito dvou metod, a to metody váženého součtu pořadí a váženého podílu.

Metoda váženého součtu pořadí

Integrální bonitní ukazatel se pro tuto metodu vypočítá jako vážený součet pořadí, což lze vyjádřit jako:

$$d_{i_v} = \sum_{j=1}^m s_{ij} * p_j \quad (1.1)$$

- kde d_{i_v} je integrální ukazatel společnosti,
- i je hodnocená společnost,
- s_{ij} je pořadí i-té společnosti pro j-tý ukazatel,
- p_j je váha j-tého ukazatele. (Rejnuš, 2001)

Nejlépe hodnocená společnost je pak to, která má nejvyšší hodnotu integrálního ukazatele.

Metoda váženého podílu

Metoda váženého podílu pracuje na základě výpočtu středních hodnot vybraných ukazatelů, kterými je podělena hodnota každého ukazatele. Pokud jde o charakter ukazatele (+), vypočítá se hodnota jako:

$$k_{ij} = \frac{x_{ij}}{x_{pj}} \quad (1.2)$$

Pokud se jedná o charakter (-), je poměr opačný. Celkové pořadí je poté stanoveno dle hodnoty integrálního ukazatele s tím, že nejvyšší hodnota určuje nejlepší společnost. Ten lze vyjádřit vzorcem:

$$d_{iv} = \frac{\sum_{j=1}^m k_{ij} * p_j}{\sum_{j=1}^m k_{pj}} \quad (1.3)$$

kde d_{iv} je integrální ukazatel společnosti,
 x_{ij} je hodnota j-tého ukazatele v i-té společnosti,
 x_j je aritmetický průměr z hodnot j-tého ukazatele,
 p_j je váha j-tého ukazatele. (Rejnuš, 2001)

1.3.2 Vnitřní hodnota akcií

Fundamentální analýza je založena na předpokladu, že každá akcie má svou vnitřní hodnotu (skutečnou hodnotu), kolem které osciluje její cena. Vnitřní hodnota akcie je subjektivní a záleží na investorovi, kterou metodu stanovení použije. Vnitřní hodnoty se tak při použití různých metod mohou lišit. Cílem je zjistit, které akcie jsou podhodnocené, jejich cena je nižší než vnitřní hodnota, a které jsou nadhodnocené, tedy jejich cena je vyšší než jejich vnitřní hodnota. Na základě toho se pak investoři rozhodují, zda akcie koupí nebo prodají. Jsou-li akcie podhodnocené, investoři budou akcie nakupovat, a to povede k přiblížení tržní ceny ke vnitřní a naopak, pokud bude akcie nadhodnocená. (Jílek, 2009), (Musílek, 2002)

Pro stanovení vnitřní hodnoty na akciových trzích se používají:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely,
- cash flow modely. (Veselá, 2007)

Dividendové diskontní modely (DDM)

Dividendové diskontní modely jsou založeny na diskontování, tedy převedení budoucích příjmů z akcie na současnou hodnotu. To znamená, že vnitřní hodnota je dána současnými výnosy, které akcie dosáhne v budoucnosti. Výnosy jsou dány dividendami, či kapitálovými výnosy z obchodních transakcí s daným cenným papírem. (Štýbr a kolektiv, 2007)

To lze dle Jílka (2009) vyjádřit následujícím způsobem:

$$VH = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+r)^n} \quad (1.4)$$

Kde VH je vnitřní hodnota akcie

D_i je budoucí výplata dividend

r je požadovaná výnosová míra

P_n očekávaná prodejní cena v n -tém roce

U tohoto modelu však musí investor znát budoucí dividendy. Pokud je však nezná, může použít model s určitým stálým růstem dividend, který Jílek (2009) vyjadřuje:

$$VH = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D_2(1+g)^2}{(1+r)^3} \dots + \frac{D_n(1+g)^{n-1}}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (1.5)$$

kde VH je vnitřní hodnota akcie

D_i je budoucí výplata dividend

r je požadovaná výnosová míra

P_n očekávaná prodejní cena v n -tém roce

g je očekávaný růst dividend

Problémem u dividendových diskontních modelů je, že ocenění je založeno na odhadech a různých předpokladech, kvůli existenci mnoha proměnných. (Jílek, 2009)

Ziskové modely

Ziskové modely vycházejí z velikosti očekávaného zisku emitenta na kmenovou akcii. Jejich konstrukce je tedy založena na poměrovém ukazateli P/E ratio, tzv. price earnings ratio. V praxi se ziskové modely, ve srovnání s dividendovými diskontními modely, zaměřují spíše na kratší investiční období, které by nemělo být delší než pět let. (Rejnuš, 2014)

Základní vzorec, ze které ho se v praxi vychází je Gordonův model. Ziskový model lze potom vyjádřit jako:

$$VH = \frac{E_0 * (1+g) * p}{k-g} = \frac{E_1 * p}{k-g} \quad (1.6)$$

kde VH je vnitřní hodnota,

E_1 je očekávaný zisk,

- p je dividendový podíl,
- k je požadovaná výnosová míra
- g je tempo růstu. (Štýbr a kolektiv, 2007)

Model lze však použít pouze v případě, že očekávané konstantní tempo růstu bude nižší, než požadovaná výnosová míra. (Rejnuš, 2014)

Další metoda ziskového modelu je založena na poměrovém ukazateli P/B ratio, tedy poměru tržní ceny akcie a účetní hodnoty akcie. Tento model je také založen na Gordonově jednostupňovém diskontním modelu. Převedením pak na ziskový model je vnitřní hodnota vyjádřena jako:

$$VH = \frac{B_0 * (1 + g) * ROE * p}{k - g} = \frac{B_1 * ROE * p}{k - g} \quad (1.7)$$

- kde VH je vnitřní hodnota,
- B₁ je očekávaná účetní hodnota akcie,
- p je dividendový podíl,
- k je požadovaná výnosová míra,
- g je tempo růstu. (Veselá, 2007)

Cash flow modely

Na rozdíl od dividendových a ziskových modelů, které pracují jen s částí zisku vypláceného akcionářům, cash flow modely ohodnocují společnost a akcie z širšího hlediska. Zahrnují tak do výpočtu vnitřní hodnoty i druhou část zisku, která se nevyplácí, ale je použita pro rozvoj společnosti. (Veselá, 2007)

Mezi jeden z nejpoužívanějších cash flow modelů patří Free Cash Flow to Equity (FCFE) model. FCFE se pak získá jako:

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \text{kapitálové výdaje} - \text{změna pracovního kapitálu} \\ - \text{splátky dluhu} + \text{nově vydané dluhy}$$

Pro výpočet vnitřní hodnoty je pak použit podobný vzorec upraveného dividendového diskontního modelu:

$$VH = \frac{FCFE * (1 + g)}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} \quad (1.8)$$

kde VH je vnitřní hodnota,

$FCFE_1$ je budoucí Free Cash Flow to Equity,

k je požadované míra výnosnosti vlastního kapitálu,

g_{FCFE} je tempo růstu vlastního kapitálu. (Reilly a Brown, 2009)

1.3.3 Vstupní a výstupní data pro výpočet vnitřní hodnoty

Modely pro výpočty vnitřních hodnot akcií jsou determinovány mnoha faktory. Jedná se o běžné či očekávané dividendy nebo zisk, požadovanou výnosovou míru a tempo růstu dividend nebo zisku. Hlavním úkolem analytika je pak co nejpřesněji tyto vstupní a výstupní data stanovit, a to pomocí kalkulací, odhadů a úprav současných i historických informací a zdrojů. (Veselá, 2007)

Požadovaná výnosová míra

Požadovaná výnosová míra je nezbytným údajem pro převod peněžních toků na jejich současnou hodnotu. Zohledňuje spoustu faktorů jako náklady obětované příležitosti, inflaci, úroveň rizika a likvidy instrumentu. Pro výpočet požadované výnosové míry je několik možností, avšak nejčastěji je používán CAPM model, který lze vyjádřit jako:

$$E(r_i) = R_F + Beta_i * (r_m - R_F) \quad (1.9)$$

kde $E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra,

R_F je bezriziková výnosová míra,

$Beta_i$ je beta faktor instrumentu,

r_m je tržní výnosová míra indexu. (Veselá, 2007)

Míra růstu dividend

Míru růstu lze stanovit pomocí několika kalkulací. Nejjednodušším způsobem je stanovení historické míry růstu dividend, který je založený na hodnotách dividend vyplacených v minulosti. Avšak jak již bylo řečeno, jedná se o historický růst dividend, který může, ale také nemusí být do budoucna zachován. Výpočet lze vyjádřit jako:

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1 \quad (1.10)$$

kde g je tempo růstu dividend,
 D_M je mladší dividend,
 D_S je starší dividend,
 t je počet let mezi mladší a starší dividendou. (Veselá, 2007)

Další způsob je označován jako udržovací růstový model. Vychází z předpokladu, že růst každého ekonomického subjektu, včetně ekonomiky, závisí na výši zadržených a reinvestovaných prostředků a jejich míře návratnosti. Tedy čím je míra podíl zisku vyšší, tím je vyšší také růstový potenciál. Tento vztah lze vyjádřit jako:

$$g = RR * ROE \quad (1.11)$$

kde g je tempo růstu dividend,
 RR je tzv. retention rate (míra zadrženého zisku) získané jako $1 - \text{dividendový výplatní poměr}$,
 ROE je rentabilita vlastního kapitálu. (Reilly a Brown, 2009)

Na podobném principu je sestaven také výpočet udržovacího růstového modelu pro cash flow modely. Je vyjádřen jako:

$$g_{FCF} = ROC * b_R, \quad (1.12)$$

ve kterém je

$$ROC = \frac{EBIT * (1 - t)}{IC} \quad (1.13)$$

a

$$b_R = \frac{(\text{investiční výdaje} - \text{odpisy} + \text{změna pracovního kapitálu})}{EBIT * (1 - t)} \quad (1.14)$$

kde g_{FCF} je tempo růstu volného cash flow,
 ROC je rentabilita vloženého kapitálu,
 b_R je míra reinvestic,
 IC je celkový vložený kapitál,
 t je daňová sazba. (Veselá, 2007)

1.3.4 Výkonnost portfolia

Pro správné rozhodnutí o lepší výkonnosti portfolia je zapotřebí porovnat nejenom očekávaný zisk portfolia, ale i riziko portfolia. Pro tuto práci bude využito

tzv. Treynorova poměru. Tento poměr říkám, jaký je nadměrný výnos portfolia na jednu jednotku rizika. Treynorův poměr je výjádřen jako: (Fabozzi a Markowitz, 2001)

$$TR = \frac{\textit{očekávaný výnos portfolia} - \textit{bezriziková sazba}}{\textit{Beta portfolia}} \quad (1.15)$$

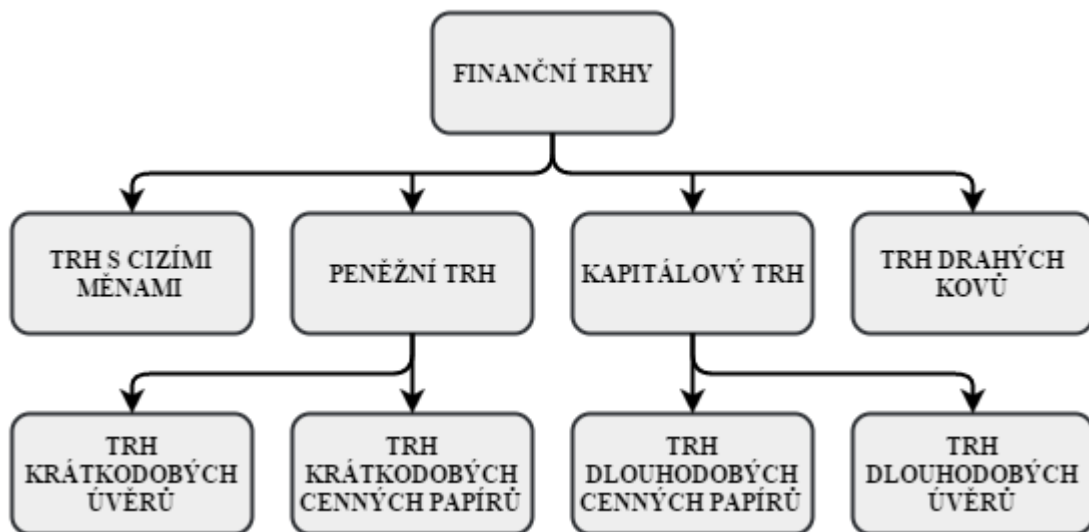
Bezriziková sazba je rovna výnosům státních dluhopisů nebo pokladničních poukázek, které se považují za téměř bezrizikové investiční instrumenty. Beta portfolia je spočítána jako vážený aritmetický průměr, kdy váhy jsou dány počtem akcií obsažených v portfoliu.

2 Teoretická východiska

Tato kapitola se bude zabývat teoretickými poznatky, na kterých bude následně zpracována praktická část diplomové práce.

2.1 Finanční trhy

Členění finančních trhů se může na základě různých hledisek lišit, avšak nejčastější členění dle jednotlivých investičních instrumentů, které se obchodují na jednotlivých segmentech, což ilustruje následující obrázek. (Rejnuš, 2014)



Obrázek 2: Členění finančních trhů dle investičních instrumentů

Zdroj: vlastní zpracování dle Rejnuš, 2014

Jak je patrné z obrázku, finanční trhy jsou členěny na základě délky splatnosti investičních nástrojů na nich obchodovaných, a to na trhy peněžní a kapitálové. Dále se do finančních trhů řadí speciální trhy s cizími měnami a trhy drahých kovů. Peněžní a kapitálový trh se pak člení na trh krátkodobých a dlouhodobých úvěrů a trh krátkodobých a dlouhodobých cenných papírů, které lze dohromady pojmenovat jako trh cenných papírů. (Rejnuš, 2014)

2.1.1 Peněžní trhy

Hlavním znakem peněžních trhů je, že se zde provádějí jen krátkodobé finanční operace, tedy kratší než jeden rok. Střetává se zde nabídka s poptávkou po peněžních prostředcích. Peněžní trh je tvořen dvěma trhy, a těmi jsou:

- **trh krátkodobých prostředků** – na kterém se nabízí a poptávají finanční úvěry, obchodní úvěry a půjčky na mezibankovním trhu,
- **trh krátkodobých cenných papírů** – zde se střetává nabídka emitentů a poptávka ostatních ekonomických subjektů po krátkodobých cenných papírech, kterými mohou být směnky, šeky, depozitní certifikáty či pokladniční poukázky atd. (Rejnuš, 2001)

2.1.2 Kapitálové trhy

Charakteristické pro kapitálové trhy jsou dlouhodobé finanční instrumenty, tedy s platností delší než jeden rok. Kapitálový trh tvoří dva dílčí segmenty, kterými jsou:

- **trh dlouhodobých úvěrů** – na kterém se obchodují dlouhodobé úvěry, jejíž poskytovateli bývají zpravidla obchodní banky. Tyto úvěry díky své dlouhodobosti a většímu objemu zapůjčených peněz bývají ručeny nemovitostmi. Dále zde patří dlouhodobé vklady,
- **trh dlouhodobých cenných papírů** – zde se obchodují nejčastěji akcie a dlouhodobé dluhopisy – obligace. Výhodou těchto cenných papírů oproti dlouhodobým úvěrům spočívá v jejich převoditelnosti, tedy majitel je nemusí držet po celou dobu jejich životnosti, ale může je kdykoliv prodat a získat tak peněžní prostředky. (Rejnuš, 2014)

2.1.3 Devizové trhy

Hlavními subjekty vystupující na devizových trzích jsou zejména komerční banky, popřípadě centrální banky. Dochází zde ke směně různých světových konvertibilních měn. Centrální banky tyto operace využívají při provádění měnových intervencí. (Rejnuš, 2001)

2.1.4 Trhy drahých kovů

Mezi nejvýznamnější trhy drahých kovů se řadí zejména trh zlata, stříbra, ale také platiny a paládia. Do různých typů instrumentů mohou investoři investovat na trhu zlata, a to do fyzického zlata, zlatých mincí nebo listinných cenných papírů spojených se zlatem. Nejvýznamnějším trhem je burza drahých kovů v Londýně. (Rejnuš, 2001)

2.2 Trh cenných papírů

Trh cenných papírů může být definován jako „*system ekonomických vztahů a institucí zprostředkujících soustředění, alokaci a realokaci volných peněžních prostředků prostřednictvím cenných papírů nebo instrumentů, které jsou odvozeny od různých druhů finančních instrumentů, tedy finančních derivátů.*“ (Musílek, 2002 s. 31)

Rozdělní trhu cenných papírů je závislé na mnoha charakteristikách, avšak nejčastěji se trhy cenných papírů dělí na:

- trh cenných papírů dle obchodovaných instrumentů,
- trh cenných papírů primární a sekundární.

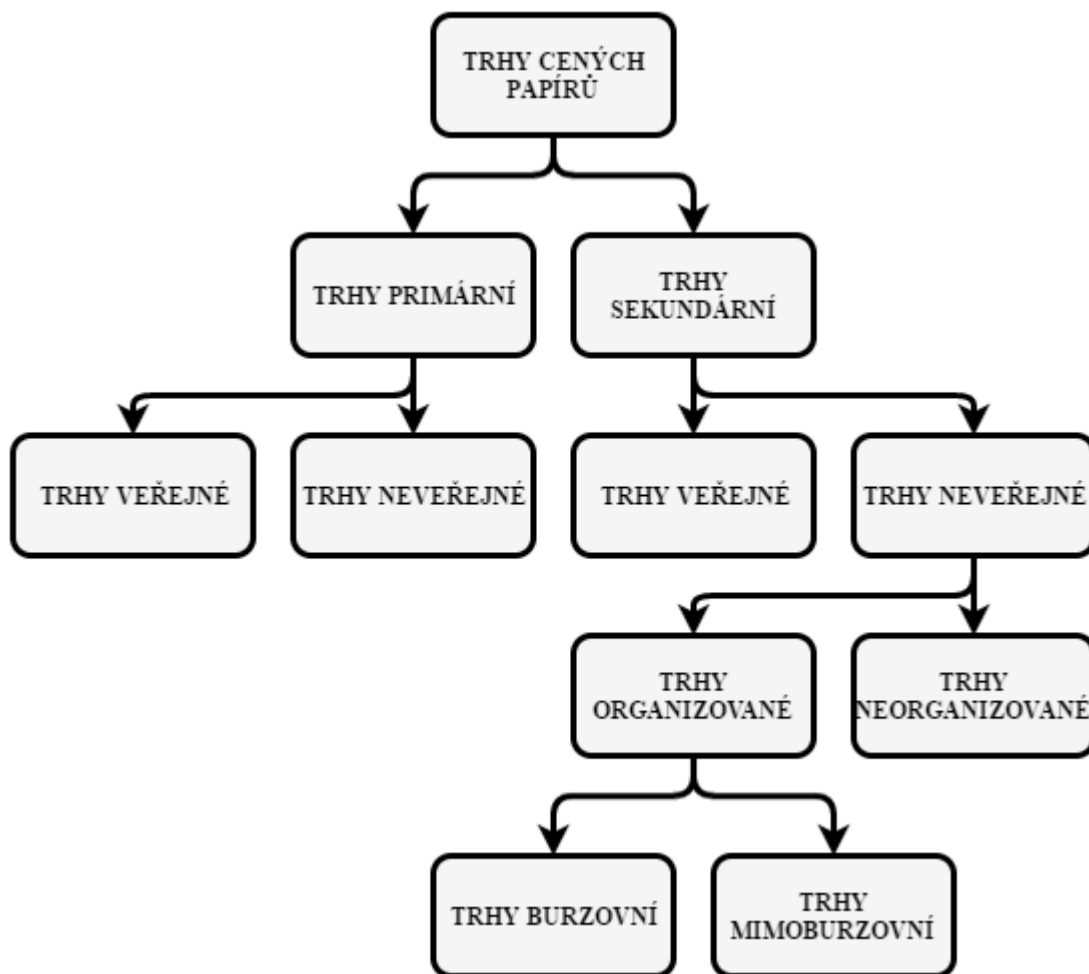
2.2.1 Trh cenných papírů dle obchodovaných instrumentů

Dle této klasifikace se trh cenných papírů dělí na:

- **akciové trhy** – podstatou těchto trhů je obchodování s různými druhy akcií,
- **trhy dluhopisů** – na těchto trzích probíhají transakce vládních, podnikových či bankovních dluhopisů, a to pevně zúročitelných dluhopisů, pohyblivě zúročitelných dluhopisů, konvertibilních dluhopisů, opčních dluhopisů a dalších dluhopisů v jejich různých úpravách,
- **trhy finančních derivátů** – mezi základní obchodované druhy finančních derivátů na tomto trhu se řadí opce, financial futures a swapové obchody. (Musílek, 2002)

2.2.2 Trh cenných papírů rozdělený na primární a sekundární

Na následujícím obrázku je zobrazeno schéma trhu cenných papírů klasifikovaného z hlediska primárních a sekundárních trhů.



Obrázek 3: Členění trhu cenných papírů na primární a sekundární trh

Zdroj: vlastní zpracování dle Rejnuš, 2001

Primární trhy

Charakteristikou primárního trhu je to, že jsou na něm emitovány cenné papíry, a tedy společnosti a stát si zde za prodej nových emisí vypůjčují od investorů peníze. Velký vliv na tento trh má trh sekundární, protože zájem nově vydané cenné papíry je ovlivněn postavením a tržními cenami již dříve vydaných podobných cenných papírů. (Rejnuš, 2001)

Sekundární trhy

Mnohem rozsáhlejším trhem je trh sekundární, na kterém se obchodují již dříve vydané cenné papíry. Sekundární trh se tak snaží o zajištění likvidity a stanovení tržních cen těchto cenných papírů. (Rejnuš, 2001)

Dále se trh sekundární i primární dělí na:

- **trhy veřejné** – zde může obchodovat jakýkoliv potenciální zájemce o cenné papíry. Prodány jsou potom tomu investorovi, který nabídne nejvyšší cenu,
- **trhy neveřejné** – někdy také označovány jako smluvní, jelikož zde probíhají obchody mezi předem stanoveným počtem účastníků. Cenné papíry pak mohou být prodány jednomu či více kupcům ve smluveném objemu a ceně dohodnutém v individuálním kontraktu. (Rejnuš, 2001)

2.3 Akcie

Vlastníci akcie, tedy akcionář, má právo podílet se na řízení společnosti, a to účastí na valné hromadě, kde může hlasovat, požadovat vysvětlení nebo uplatňovat návrhy. Počet hlasů akcionáře na valné hromadě je ovlivněno jmenovitou hodnotou akcie, a to podílem jmenovité hodnoty jeho akcií na základním jmění akciové společnosti. (Dědič a Pauly, 1994)

Dále má akcionář právo podílet se na zisku akciové společnosti. Ziskovost však nelze zaručit a investoři musí brát na vědomí, že pokud se podnik stane neziskový, jejich příjem z dividendy může klesnout nebo ustát. (Jílek, 1997)

Akcionáři mají také právo na podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti, které vyplývá přímo ze zákona. Likvidační zůstatek je dělený mezi akcionáře v poměru ke jmenovitým hodnotám jejich akcií, pokud stanovy neurčují jinak. (Dědič a Pauly, 1994)

V následující tabulce je přehled některých výhod a nevýhod plynoucích z nákupu a držby akcií, z hlediska akcionářů.

Tabulka 1: Výhody a nevýhody z držby a nákupu akcií

VÝHODY	NEVÝHODY
Investicí do akcie může investor dosáhnout kapitálového zisku	Investicí do akcie může investor dosáhnout kapitálové ztráty
Investor inkasuje důchod (dividendu), pokud je vyplácena	Investor inkasuje nulový důchod, pokud tak rozhodne valná hromada (dividenda nebude vyplácena)
Existence omezeného ručení, jelikož akcionář neručí za závazky akciové společnosti	Může vzniknout konflikt zájmů mezi akcionáři a managementem, který může vést ke snížení hodnoty společnosti
Možnost podílet se na řízení společnosti, účastnit se valné hromady, hlasovat	Minoritní vlastník má omezenou moc zasahovat do řízení společnosti
Právo na likvidační zůstatek při likvidaci společnosti	Nemá právo na vrácení svého vkladu
Má předkupní právo na nákup nových akcií v případě emise	Může dojít k vysokému zdanění kapitálového zisku a dividend

Zdroj: vlastní zpracování dle Veselá, 2009

2.3.1 Druhy akcií

Světový finanční trh nabízí celou řadu různých druhů akcií, které se navzájem liší různými vlastnostmi, a to i včetně jejich práv spojenými s jejich vlastnictvím. Volnost emitovaných akcií je závislá především na legislativě, ale také na akcionářích jaké druhy akcií v rámci stanov akciové společnosti odsouhlasí. (Rejnuš, 2014)

Ve všech zemích však bývají rozlišovány prakticky dva druhy akcií, a to: (Rejnuš, 2014)

- Akcie kmenové
- Akcie prioritní

Akcie kmenové

Všeobecně jsou s držbou kmenových akcií spojeny tři práva akcionářů: (Rejnuš, 2014)

- Účastnit se valných hromad, předkládat na nich návrhy a hlasovat počtem hlasů úměrných počtu držených akcií

- Mít podíl na ze zisku, který je akciová společnost vytvoří – tedy právo na dividendy
- Mít podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti

Zpravidla bývají kmenové akcie takové druhy akcií, které vlastníkovy zaručují pouze práva „standardní“. Riziko při držení těchto akcií podstupují investoři tím, že zisky podniků jsou nejisté. Zisky z dividend tak mohou poklesnout, nebo ustát, pokud akciová společnost zbankrotuje. V tomto případě se nejprve ze zbylých aktiv uhradí dluhy, dále se vyplatí podíl držitelům prioritních akcií, a teprve pak ze zbylých prostředků se vyplatí podíly vlastníků kmenových akcií. Díky tomuto faktu mají držitelé kmenových akcií právo hlasovat o všech záležitostech akciové společnosti. (Rejnuš, 2014)

Akcie prioritní

Prioritní akcie kombinují standardní vlastnosti kmenových akcií s určitými vlastnostmi obligací. Právě proto spočívá význam jejich emitování ve zvyšování kapitálu akciových společností, aniž by se musel změnit poměr hlasovacích práv, a také aby se touto cestou získané peněžní prostředky musely v budoucnosti vracet. Většinou tak držitel tohoto druhu akcií nemá právo hlasovat. Avšak výhodou bývá předem určená dividendy stanovená procentuálně z nominální hodnoty akcie, nebo v závislosti na vývoji referenční úrokové sazby. Dividenda je vyplacena bez ohledu na výši dosaženého zisku akciové společnosti, či velikosti podílu vyplaceného akcionářům držící kmenové akcie. (Rejnuš, 2014)

2.3.2 Podoba akcií

Podoba akcií může být: (Jílek, 2009)

- **Listinná** – akcie mají podobu skutečného cenného papíru, které akcionář fyzicky drží u sebe
- **Zaknihovaná** – akcie jsou registrované u některého registru cenných papírů (v České republice je to Středisko cenných papírů)

Listinné akcie dle formy mohou být: (Jílek, 2009)

- **na jméno** – tyto akcie jsou spojeny přímo s konkrétním akcionářem, který má akcionářská práva a je zapsán v seznamu akcionářů vedeném emitentem či

zprostředkovatelem. Převod akcie může být podmíněn souhlase akciové společnosti,

- **na doručitele** – akcie nejsou spojeny přímo s konkrétním akcionářem. Práva akcionáře má vždy osoba, která akcii vlastní. Převod akcie je proveden pouze jejím předáním.

2.4 Dividendy

Majiteli akcie neboli akcionáři se podíl na zisku společnosti vyplácí formou dividend. Tento zisk však není možné investorovi zaručit, ale mohou ho pouze předvídat. Pokud se společnost stane neziskovou, výplata dividend může klesnout nebo úplně přestat. Také může nastat případ, kdy je společnost zisková, ale vedení navrhne v zájmu investic podniku zadržení zisků. Toto rozhodnutí však může být v dlouhodobém horizontu pro akcionáře přínosné. Dividendy bývají obvykle vypláceny ročně, pololetně nebo čtvrtletně a jsou sniženy o srážkovou daň, tedy pokud existuje. (Jílek, 2009)

2.4.1 Dividendová výnosnost

Dividendová výnosnost se dá spočítat jako podíl hrubých dividend za daný rok, což je součet čistých dividend a daně (pokud daň existuje), a tržní kapitalizace podniku, tedy součinu počtu akcií podniku a jejich stávající tržní ceny. Avšak dividendový výnos nebere v úvahu budoucí změny dividend, což jeho použitelnost limituje. Dosažení vysoké dividendové výnosnosti může znamenat podhodnocení akcie či zhoršení finanční situace podniku, které mohou vést ke snížení dividend. Pokud předpovědi ukazují vysoký růst dividend, může cena akcií díky zvýšené poptávce růst a naopak. Ceny akcií jsou tak závislé na očekávaném vývoji budoucích dividend. (Jílek, 2009)

2.5 Analýza akciových instrumentů

Pro analýzu akciových trhů se používají, ve snaze analyzovat a vybrat co nejvhodnější akciové tituly, tři základní metody a přístupy, a to: (Musílek, 2002)

- fundamentální analýza,
- technická analýza,
- psychologická analýza.

Výše zmíněné tři analytické přístupy se na základě různých pohledů, rozdílných metodologií, nástrojů a postupů pokouší o analýzu, a poté také o prognózu vývoje

akciového trhu, a to buď v kratším či delším časové horizontu. Avšak všechny tři analytické přístupy očekávají existenci špatně oceněných, tedy podhodnocených a nadhodnocených akcií na trhu. (Veselá, 2007)

2.5.1 Fundamentální akciová analýza

Motivací pro nákup akcií je dosažení kapitálového zisku, kterého se snaží analytici dosáhnout hledáním podhodnocených akcií na akciovém trhu. Hodnotu společnosti fundamentální analytik určuje na základě prognóz vývoje ekonomiky, odvětví i jednotlivých firem. Fundamentální akciová analýza je založena na zkoumání tří úrovní kurzotvorných faktorů, a to:

- makroekonomické,
- odvětvové,
- jednotlivých firem. (Musílek, 2002)

Při fundamentální analýze by měl investor najít odpověď na dvě základní otázky, a to: „*jaká je reálná současná hodnota aktiva?*“ a „*jaká má být hodnota aktiva v čase X?*“. X zde znamená čas, po který bude do aktiva investováno. (Štýbr a kolektiv, 2011, s. 97)

Jak již bylo řečeno výše, cílem fundamentální analýzy je zjistit, zda je akcie podhodnocená nebo nadhodnocená. Výsledná hodnota je pak porovnávána s aktuální tržní hodnotou dané akcie na finančních trzích. Pokud se tedy investorovy povede odhadnout vnitřní hodnotu akcie co nejpřesněji, vniká pak možnost pro dosažení zisku z investice. (Štýbr a kolektiv, 2011)

2.5.1.1 Globální (makroekonomická) fundamentální analýza

Globální fundamentální analýza si klade za cíl identifikovat, prozkoumat a zhodnotit vliv celé ekonomiky na hodnotu analyzované akcie. Analytici používají pro popsání stavu a vývoje ekonomiky důležité globální makroekonomické agregáty, faktory a veličiny jako jsou úrokové míry, inflace, HDP, peněžní zásoba, pohyb mezinárodního kapitálu a devizových trhů, politické a ekonomické šoky a mnoho dalších. (Veselá, 2009)

Za pomoci redukováných modelů a zkoumání historického vývoje vybraných globálních faktorů a akciových kurzů byly mezi sledovanými veličinami zjištěny určité vazby a vztahy. Ty je pak možné při budoucí prognóze vývoje akciových kurzů chápat jako východiska pro tuto prognózu. Jedná se například o vazby a vztahy mezi vývojem

úrokových měr a akciových kurzů, vývojem inflace a pohybem akciových kurzů, vývojem akciových kurzů a reálným výstupem ekonomiky a další. (Veselá, 2009)

Na fungování akciových trhů a hospodářskou činnost společností působí celá řada makroekonomických faktorů. Za jedny z nejdůležitějších se dají považovat tyto veličiny:

- reálný výstup ekonomiky,
- fiskální politika,
- peněžní nabídka,
- úrokové sazby,
- inflace,
- pohyb mezinárodního kapitálu,
- kvalita investičního prostředí. (Rejnuš, 2014)

Reálný výstup ekonomiky

Akciové kurzy se vyvíjí cyklicky, a tudíž by se tento proces dal označit jako systém, který je složený z různých cyklů. V dlouhém období mají akcie povahu růstových instrumentů a zároveň kolísavý vývoj akciových kurzů kolem základního trendu. Růst trendu je pak nejspíše ovlivněn vývojem úrovně ekonomiky. To znamená, že v dlouhém období akciové kurzy kopírují vývoj ekonomiky. Důvodem je to, že pokud se dané ekonomice daří, tak na akciových trzích převládá optimismus, což podněcuje pozitivní vývoj akciových kurzů a naopak. (Musílek, 2002)

Z toho vyplývá, že lze na akciových trzích pozorovat velmi úzkou vazbu mezi reálným výstupem ekonomiky a akciovými kurzy. Avšak ve středním období už tak těsná vazba mezi těmito veličinami není a dá se tak vypořádat, že akciové kurzy obvykle předbíhají reálný výstup ekonomiky o několik měsíců dopředu. Z toho vyplývá, že akciový index je jedním z nejspolehlivějších ukazatelů pro prognózu jednotlivých fází hospodářského cyklu a celé ekonomiky. (Musílek, 2002)

Fiskální politika

Fiskální politika je politika hospodaření státu, která ovlivňuje státními zásahy, jako je změna výdajů a příjmů daného státu, ekonomiku. Výrazným vlivem na vývoj akciových kurzů je tak daňové zatížení právnických a fyzických osob daní z příjmu. V praxi to

znamená, že tyto daně snižují zisky společností, což omezuje jejich další rozvoj a také se negativně promítá ve vyplácených dividendách, které bývají ještě znovu zdaněny srážkovou daní, teda pokud v daném státě existuje. Dále také bývají zdaněny i kapitálové příjmy, což přispívá, zejména u krátkodobé držby, ke snížení atraktivnosti akcií i jejich cen. (Rejnuš, 2001)

Dalším negativním efektem je tzv. *transfer pricing*, který se objevuje u nadnárodních holdingů vlastníci společnosti v různých zemích s různým daňovým zatížením. Tyto společnosti si pak mezi sebou navzájem prodávají služby a zboží tak, aby v zemích s největším daňovým zatížením dosahovali co nejmenších zisků a v zemích s nejnižší daňovou úrovní zisky co největší. Tyto zisky společností se pak promítají do kurzů akcií. (Rejnuš, 2001)

Vládní výdaje mohou pozitivně ovlivnit kurzy akcií tehdy, jedná-li se o vládní zakázku u dané akciové společnosti, výzkumné programy, dotace či subvence. Avšak negativní vliv mají, pokud zvýší vládní deficit. Ten pak musí stát krýt emisí státních dluhopisů, které jsou díky výhodnému úroku a nízké rizikovosti pro investory výhodné, což povede k poklesu poptávky po akciích i jejich kurzu. (Veselá, 2007)

Peněžní nabídka

Peněžní nabídka má na vývoj akciových kurzů v krátkém období pozitivní vliv, a také peněžní nabídka je předbíhajícím ukazatel akciových kurzů. To znamená, že pokud nabídka peněz vzroste, měla by být v rozmezí několika týdnů následována také růstem akciových kurzů. Existují pro to tři vysvětlení. (Veselá, 2007)

Prvním je tzv. *efekt likvidity*. To znamená, že pokud se náhle zvýší nabídka peněz, bude mezi investory panovat pocit nadbytku volných peněžních prostředků, které budou chtít investovat do luxusních instrumentů, mezi něž patří také akcie. Tím se zvýší poptávka po akciích, což vede také ke zvýšení jejich kurzů. (Veselá, 2007)

Další, alternativní, vysvětlení je založeno na fungování transmisního mechanismu, kdy růst peněžní nabídky vyvolá, díky přebytku volných finančních prostředků investorů, poptávku po dluhopisech, jakožto aktiva s nižším rizikem. To však vede k růstu jejich kurzů, ale také poklesu jejich výnosnosti. Tím dluhopisy ztrácejí svou atraktivitu a investoři tak začnou poptávat jejich substituty – akcie. (Musílek, 2002)

V posledním, tedy v třetím vysvětlení, je použit nepřímí transmisní mechanismus, což znamená, že při náhlém zvýšení nabídky peněz klesnou úrokové míry, a tedy i ceny zápůjčního kapitálu. Díky levným finančním zdrojům začnou firmy více investovat, a tím budou i více ziskové. To se poté pozitivně promítne do růstu akciových kurzů. (Veselá, 2007)

Ve všech třech alternativách je výsledek stejný a samozřejmě tyto efekty působí i opačně, tedy pokud poklesne peněžní nabídka, poklesne také poptávka po akciích, a tím klesnou i jejich kurzy. (Musílek, 2002)

Úrokové sazby

Jeden z nejsilnějších vztahů existuje mezi kurzy akcií a úrokovými mírami, které na sebe působí negativně a protichůdně. Pro tento vztah existuje několik vysvětlení. První je založeno na tom, že rozhodování ekonomických subjektů ovlivňuje jejich budoucí příjem. Avšak pro porovnání budoucího příjmu při dnešním ohodnocení akcie je nutné tento příjem přetransformovat na současnou hodnotu, tedy diskontovat. Pro výpočet je nutné odvodit z úrokových měr požadovanou výnosovou míru. (Štýbr a kolektiv, 2011)

$$\text{Současná hodnota} = \frac{\text{budoucí příjem}}{(1 + i)^n} \quad (2.1)$$

kde: i požadovaná míra výnosnosti
 n doba příjmu

Ze vzorce je jasné, že při zvyšující se požadované výnosové míře se také zvyšuje jmenovatel a při konstantním budoucím příjmu tak klesá současná hodnota. To má za důsledek, že klesá i cena akcie. (Štýbr a kolektiv, 2011)

Druhé vysvětlení je založeno na inverzním vztahu akciového a dluhopisového trhu. Na konci hospodářského cyklu, kdy banky tlumí inflaci zvedáním sazeb, rostou úrokové míry. To zvyšuje výnosy dluhopisů a snižuje výnosy akcií, a také jejich ceny. V období recese je situace opačná. (Štýbr a kolektiv, 2011)

Třetí vysvětlení se týká trhu kapitálu. Pokud úroková míra roste, finanční zdroje jsou dražší, a to vede ke snížené investiční aktivitě ekonomických subjektů. To vede ke snížení očekávaným budoucím ziskům společností a kurzů jejich akcií. (Štýbr a kolektiv, 2011)

Inflace

Vztah inflace a akciových kurzů je také negativní, avšak velmi slabě. Pro objasnění tohoto vztahu existuje několik hypotéz. V této kapitole budou uvedeny pouze dvě. První je hypotéza peněžní iluze, která spočívá v chybném ohodnocování akcií v inflačním období. Investoři totiž nerozlišují změny úrokové sazby nominální a reálné. Chybou je že, výnosnost odvozují z nominální úrokové míry, která je potom vyšší, a to pak vede k podhodnocování akcií. (Musílek, 2002)

Druhou hypotézou se zabývá daňovým efektem. Tato hypotéza poukazuje na některé účetní principy, které mohou zavinit v inflačním období podhodnocení kurzů akcií. Prvním jsou ocenění majetku historickými cenami, které jsou, zejména v období inflace, nižší než aktuální tržní ceny. To pak vede k podhodnocení odpisů, a tím k většímu daňovému zatížení, jelikož odpisy jsou odečitatelnou položkou ze základu daně, a snížení čistého zisku. Nižší zisky pak mohou vést ke snížení akciových kurzů. Podobný problém může nastat u zásob, kdy mezi pořízením a vyskladněním může díky inflaci dojít ke zvýšení jejich cen. Výše nákladů pak ovlivní výši čistého zisku, což ovlivní akciové kurzy. (Veselá, 2007)

Pohyb mezinárodního kapitálu

Velký vliv na akciový trh, hlavně pokud je domácí trh málo likvidní, má pohyb mezinárodního kapitálu. Díky malé likviditě je na zahraničních obchodech více závislý a každá změna v obchodovaném objemu zahraničního kapitálu se projeví na akciových kurzech. Velice pozitivní vliv má tak dlouhodobý příliv zahraničního kapitálu, avšak v současné době je znehodnocován kapitálem spekulativním. Ten je velmi nepředvídatelný a rychlý odliv kapitálu ze země tak může přivést ekonomiku země i akciový trh do krátkodobé krize. (Štýbr a kolektiv, 2011)

Kvalita investičního prostředí

Kvalitní investiční prostředí by mělo u investorů vzbuzovat důvěru k realizaci investičních záměrů. Hlavními požadavky jsou transparentnost, bezpečnost a stabilita finančního trhu. Základní faktory podílejícími se na kvalitě investičního prostředí jsou:

- **schodky a nerovnováha** – schodky a přebytky obchodní či platební bilance a státního či veřejných rozpočtů vypovídají o rovnováze ekonomiky daného státu.

Není ani tak důležitá absolutní výše, jak spíše vývoj trendu. Čím déle schodek narůstá, tím se ekonomika vzdaluje od rovnovážného stavu a bude nutné tuto nerovnováhu řešit,

- **cenové regulace a černý trh** – v rovnovážné ekonomice by ceny měly být stanoveny trhem. Pokud však existují regulace cen a černý trh, existují v ekonomice dvojí ceny, oficiálních a regulované či vytvořené černým trhem. Čím je pak mezi nimi větší rozdíl, tím bude v budoucnosti větší problém,
- **ekonomické a politické šoky** – jsou to nečekané významné události, které negativně ovlivňují fungování ekonomiky. Důsledkem toho pak klesají ceny akcií a ostatních finančních instrumentů,
- **korupce, hospodářská kriminalita a právní systém** – velký důraz je investor kladen na právní systém, který upravuje ochranu vlastnictví. Nedostačující legislativa totiž ohrožuje soukromý majetek, který by tak mohl být znehodnocen nebo ukraden. (Rejnuš, 2014)

2.5.1.2 Odvětvová fundamentální analýza

Odvětvová analýza je prováděna z důvodu rozdílné citlivosti jednotlivých odvětví na vývoj ekonomiky. Každé odvětví má rozdílnou míru zisku, různou regulaci státem nebo třeba rozdílné perspektivy jejich dalšího rozvoje. Odvětvová analýza nemusí zkoumat jen odvětví v pravé slova smyslu, ale i obory nebo podobory. (Rejnuš, 2013)

Hlavním zaměřením odvětvové analýzy je identifikace charakteristických znaků u jednotlivých odvětví (oborů). Nejvýznamnějšími faktory tohoto druhu jsou například citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura odvětví, způsoby státní regulace v odvětví a perspektivy budoucího vývoje odvětví. (Rejnuš, 2013)

Hospodářský cyklus

Dle citlivosti odvětví na hospodářský cyklus se rozlišují tři skupiny, a to:

- **cyklická odvětví** – společnosti této skupiny v období ekonomického růstu zaznamenávají vzestupy akciových kurzů a v období recese naopak poklesy. Cyklické společnosti tak předbíhají vývoj reálné ekonomiky. Důvodem je fakt, že ekonomické subjekty se chovají podle toho, jak se dané ekonomice daří. Pokud probíhá expanze, více utrácí a akciové společnosti mají větší zisky, a to platí

opačně v recesi. Příkladem je stavební průmysl, průmysl dlouhodobých spotřebních statků a hlavně průmysl automobilový,

- **neutrální odvětví** – do této skupiny patří taková odvětví, která s hospodářským cyklem tak těsný vztah nemají. Patří sem zejména potravinářský průmysl a farmaceutický průmysl, tedy odvětví nezbytných statků, a také odvětví s nízkou cenovou elasticitou produktů, což jsou cigarety, alkohol a noviny,
- **anticyklická odvětví** – toto odvětví je inverzní vůči odvětví cyklickému. To znamená, že akciové společnosti vykazují největší zisky v období recese. Je to dáno tím, že spotřebitelé hledají levnější náhrady za luxusnější statky a služby. Příkladem toho může být kabelová televize, která je levnějším typem zábavy a odpočinku, než třeba koncerty, divadla či turistika. (Musílek, 2002)

Struktura odvětví

Dalším faktorem ovlivňující vývoj akciových kurzů je struktura tržního odvětví. Hlavními charakteristikami jsou počet firem v odvětví, produkt, tvorba a ovlivnění ceny. Na základě těchto hledisek jsou rozlišovány čtyři tržní struktury:

- **monopol** – produkce v odvětví je zajištěna působením jediné společnosti. To zajišťuje velké zisky i vlastní cenotvorbu produktu. Vstup nových subjektů do odvětví je díky bariérám velmi obtížný. Monopoly bývají stabilní, a je tak lehké analyzovat jejich vývoj. Kurzy akcií bývají rostoucí,
- **oligopol** – v odvětví je několik málo firem s pevnou pozicí na trhu. Společnosti také mohou určovat ceny a mají velké zisky, avšak jsou částečně ovlivněny hospodářským cyklem. Bariéry vstupu jsou také vysoké, lze je překonat, ale za cenu vysokých nákladů,
- **dokonalá konkurence** – je charakterizována velkým počtem malých firem, homogenním produktem, žádnými bariérami vstupu a nemožností diktovat si ceny. Analyzovat vývoj této struktury je velmi těžké a ziskovost je nízká, což vede k nízkým kurzům akcií,
- **nedokonalá konkurence** – existuje v ní neomezený počet stejně velkých firem hlavně v oblasti pohostinství a různých služeb, nabízející podobný produkt a s téměř žádnými bariérami vstupu do odvětví. Důsledkem kolísavého vývoje je analýza velmi obtížná. (Štýbr a kolektiv, 2011)

Regulace odvětví

Dalším důležitým faktorem odvětví jsou vládní regulace. Ty se mohou týkat určování tzv. maximálních cen, což negativně ovlivňuje zisk firem i tržní ceny jejich akcií. Avšak pozitivním na tom může být menší kolísavost zisků, což je investory vnímáno jako méně rizikové. Dalším projevem vládní regulace mohou být omezení vstupu do odvětví, což jistým způsobem chrání firmy proti vlivům konkurence a posiluje ceny jejich akcií. Podobný pozitivní vliv mohou mít vládní subvence a dotace. Naopak regulace, které zvyšují dodatečné náklady společností, působí na jejich zisk a ceny akcií negativně. (Rejnuš, 2014)

Životní cyklus odvětví

Podobně jako firma či společnost se také odvětví nacházejí v určitých fázích životního cyklu. Díky tomu je pak možné odhadnout tržby, ziskovost i ceny akcií. Životní cyklus odvětví má čtyři fáze:

- **pionýrská fáze** – firma poskytuje nové produkty a služby, roste její poptávka a firma generuje vysoké zisky, avšak je tu velké riziko krachu. Pro investory se tu nabízí mimořádný zisk, ovšem s vysokým rizikem,
- **rozvojová fáze** – v této fázi je charakteristické, že se firmy dostávají ke stabilizaci postavení na trhu. Zisky rostou pomalým tempem a budoucí vývoj je snadněji odhadnutelný. Výnos nenese už tak vysoké riziko,
- **fáze stability** – díky silnému postavení společnosti na trhu je analýza snadnější a přesnější. Společnosti disponují stabilními zisky a nízkým rizikem krachu. Některé společnosti kvůli špatné perspektivě do budoucna odvětví opouštějí,
- **fáze útlumu** – v této fázi klesá objem produkce a společnosti uvažují o ukončení činnosti. Některé společnosti však mohou začít inovovat a dostat se tak zase do pionýrské fáze. (Štýbr a kolektiv, 2011)

2.5.1.3 Firemní fundamentální analýza

Firemní fundamentální analýza, také nazývána jako analýza jednotlivých titulů, je třetím stupněm fundamentální analýzy. Jejím záměrem je ohodnocování podstatných firemních fundamentálních charakteristik a faktorů týkající se dané akcie, a které ovlivňují a tvoří vnitřní hodnotu dané akcie. Analytici se pokoušejí za pomoci různých modelů a nástrojů

právě o číselnou kvantifikaci vnitřní hodnoty. Vypočtená vnitřní hodnota je pak porovnávána s aktuálním kurzem na trhu, a na základě tohoto porovnání jsou akcie označeny jako podhodnocené, nadhodnocené nebo správně oceněné. (Veselá, 2009)

Analýza jednotlivých akciových společností

Pokud akciová společnost negeneruje dlouhodobě zisk, nebude její emise nikdy považována za dostatečně kvalitní. Hlavním kritériem hodnocení akcií jednotlivých akciových společností je tedy kvalita emitenta. U akcií, jakožto cenné papíry s nekonečnou životností, se nesmí hodnotit kvalita jejich emitenta jen podle současné hospodářské situace, ale podle jejich dlouhodobě dosahovaných hospodářských výsledků a výhledů na jejich vývoj v budoucnosti. Komplexní analýza tak sestává ze tří vzájemně navazujících dílčích etap, kterými jsou:

- **retrospektivní analýza** – která si klade za cíl zjistit, jak se vyvíjela v minulosti podniková struktura, jaké dlouhodobé prostředky měl podnik k dispozici a jak se z dlouhodobého pohledu vyvíjely výnosy. Analýza tak podává obraz nejen o dlouhodobém vývoji sledovaných ukazatelů, ale vytváří i podmínky pro mezipodnikové porovnání,
- **analýza současné ekonomické situace podniku** – se zaměřuje na současný stav společnosti, a tedy analyzuje současné hospodářské výsledky a ukazatele s nimi související,
- **perspektivní (výhledová) analýza** – analýza se zaměřuje na budoucí vývoj společnosti, na jeho perspektivu v odvětví a také přihlíží k předpokládanému vývoji celé ekonomiky. Tato poslední etapa celé analýzy se tak zabývá i predikcí makroekonomických a odvětvových faktorů. (Rejnuš, 2014)

Analýza vlastností jednotlivých emisí akcií

Analyzovat emise akcií bývá zapotřebí u velkých korporací, jelikož jejich základní kapitál bývá tvořen více emisemi akcií, které mohou být tvořeny také kromě kmenových akcií i akciemi prioritními. Oblastmi, kterými se analýza zabývá, jsou analýza práv spojených s emisemi, likvidita nebo jestli jsou akcie obchodované na veřejné burze a jaké jsou jejich objemy. (Rejnuš, 2014)

2.5.2 Technická analýza

Technická analýza je založena na publikovaných tržních datech, jako jsou tržní ceny jednotlivých akcií, indexy, objemy obchodů a technické indikátory. Cílem je prognóza krátkodobých cenových pohybů akcií nebo akciových indexů. Technické analytiky ani tak nezajímá cenová úroveň akcií, ale hlavně prognóza cenových změn akcií, a tedy se zaměřují na změny tržních cen jako ukazatel nabídky a poptávky. (Musílek, 2002)

Předpokladem je, že tržní ceny odráží optimismus či pesimismus účastníků trhu. Vzhledem k tomu, že všichni investoři s aktuálním kurzem akcií nesouhlasí, vymežujícím faktorem v určitém okamžiku je čistá poptávka po akci, která je dána podílem optimistických a pesimistických investorů. Tato nálada na trhu, pesimistická nebo optimistická, bude v krátkém období pokračovat a je možné ji identifikovat použitím technických indikátorů. (Musílek, 2002)

Technická analýza také předpokládá, že akciové kurzy vykazují v jejich chování určité trendy, tedy mají svůj definovaný směr pohybu. Následné změny kurzů jsou pak na sobě závislé a nejsou nahodilé. Kurzy se totiž pohybují v rozdílných trendech, které trvají určitou dobu. (Musílek, 2002)

2.5.3 Psychologická analýza

Hlavním předpokladem psychologické analýzy je, že na akciové kurzy působí silný vliv masové psychologie burzovního publika, která svým působením na všechny zainteresované účastníky trhu ovlivňuje jejich úroveň. Budoucí cena akcie se tak odvíjí od impulsů, které ovlivňují chování davu. Tyto impulsy pak vedou dav k nákupům či prodejm akcií. (Rejnuš, 2001)

David Štýbr ve své knize *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích* tvrdí, že tento přístup k trhům „je velmi nebezpečně zaměnitelný za hazard, kdy na základě neúplných informací rozhodujete o svých obchodech.“ (Štýbr a kolektiv, 2011, s 121)

Psychologická analýza je mixem klasické fundamentální analýzy s velkou dávkou citu a intuice. Je nutné správně identifikovat faktory ovlivňující cenu společnosti. Investor tak musí být velmi důsledný a udržovat si čistou mysl při hodnocení jednotlivých skutečností. (Štýbr a kolektiv, 2011)

2.6 Finanční analýza

Součástí fundamentální analýzy je té analýza finanční. Její úlohou je identifikovat klíčové faktory výkonnosti podniku. Tyto faktory jsou velice důležité pro finanční řízení, jelikož poskytují informace o tom, jakých výsledků podnik dosáhl v jednotlivých oblastech, kde se předpoklady podařily splnit, kde naopak nastala situace, které jsme chtěli předejít, nebo kde nastala situace nečekaná. Komplexně tedy posuzuje současnou finanční situaci podniku neboli jeho finanční zdraví, hodnotí jeho budoucí vývoj a připravuje podklady pro zlepšení finanční situace a zkvalitnění finančního rozhodování. Je tedy důležité zabývat se výpočty ukazatelů z minulých let, protože výsledky mohou poskytnout cenné informace. (Pavelková a Knápková, 2010), (Dluhošová, 2006)

Finanční analýza se může provádět z rozdílných důvodů a s pomocí různých metod. Avšak mezi metody používané při určování vnitřních hodnot akcií jsou nejčastěji používané tyto:

- vertikální analýza,
- horizontální analýza,
- analýza poměrových ukazatelů. (Rejnuš, 2014)

2.6.1 Horizontální analýza

U horizontální analýzy, také nazývána analýzou trendů, se poměřuje změna určité položky v současném roce oproti roku předchozímu, tedy jak se určité položky změnily v čase. Změna se zjišťuje jak absolutní, tak i procentuální. Položky jsou porovnávány vždy v řádcích – horizontálně. (Máče, 2006)

$$\text{Absolutní změna} = \text{období}_t - \text{období}_{t-1} \quad (2.2)$$

$$\text{Procentuální změna} = \left(\frac{\text{období}_t}{\text{období}_{t-1}} - 1 \right) * 100 \quad (2.3)$$

2.6.2 Vertikální analýza

Tvorba portfolia Vertikální analýza si dává za úkol porovnat v procentuálním vyjádření struktury aktiv a pasiv podniku. Zjišťuje, jak se určité položky podílejí na celkové bilanční sumě. Jako základ pro procentuální vyjádření se bere v rozvaze suma aktiv nebo suma pasiv, která představuje 100%. Analýzu je možné srovnávat jak v čase (mezi

jednotlivými lety), tak i v prostoru (mezi jednotlivými podniky). Analýza se zpracovává odshora dolů, proto se nazývá vertikální. (Sedláček, 2011)

2.6.3 Ukazatele likvidity

Likvidita je důležitá pro finanční rovnováhu firmy, jelikož jen dostatečně likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům. Pokud má ale podnik příliš vysokou míru likvidity, je to pro podnik nepříznivé, protože finanční prostředky jsou vázány v aktivech a nejsou tak zhodnocovány a tím ubírají rentabilitě podniku. (Růčková, 2007)

Běžná likvidita

Ukazuje, kolikrát oběžná aktiva pokryjí krátkodobé závazky podniku. Běžná likvidita je citlivá na strukturu zásob a jejich správné oceňování a strukturu pohledávek vzhledem k jejich neplacení ve lhůtě. Problémem zásob je, že může trvat dlouho jejich přeměna na peněžní prostředky, protože nejdříve musí být spotřebovány, přeměněny na výrobky a poté jsou prodány na obchodní úvěr. Podnik tak může čekat i několik měsíců na úhradu od odběratele. Proto nevhodná struktura oběžných aktiv může vést k obtížné finanční situaci podniku.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}} \quad (2.4)$$

2.6.4 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost znamená, že podnik k financování svých činností a aktiv používá jak vlastní kapitál (nelze financovat jen cizími zdroji, základní kapitál je povinný ze zákona), tak cizích zdrojů – dluhu. Použití cizích zdrojů nastává tehdy, když přinesou podniku větší výnos, než náklad podniku, tedy úrok. (Máče, 2006)

Základním problémem finančního řízení podniku je kromě celkové výše potřebného kapitálu i vhodná skladba zdrojů financování. Analýza zadluženosti se snaží najít optimální vztah mezi vlastním a cizím kapitálem a stanovit tak optimální kapitálovou strukturu. (Růčková, 2007)

Celková zadluženost (ukazatel věřitelského rizika)

Tento základní ukazatel se vypočítá jako podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům. Obecným pravidlem je, že čím je hodnota celkové zadluženosti vyšší, tím je vyšší riziko věřitelů. To nastává, pokud je podíl cizího kapitálu větší, než podíl vlastního kapitálu. Věřitelé tak preferují nízké hodnoty tohoto ukazatele. (Sedláček 2011), (Růčková, 2007)

$$\text{Celková zadluženost (\%)} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.5)$$

Výsledné hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí 1,5 až 2,5. (Sedláček, 2011)

2.6.5 Ukazatele rentability

Rentabilita – výnosnost vloženého kapitálu – je schopnost vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku pomocí investovaného kapitálu. Obecně tak ukazatelé rentability hodnotí celkovou efektivnost dané činnosti. Při analýze rentability se vychází ze dvou základních účetních výkazů, a to rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Obecný tvar výpočtu je v podílu položka výsledku hospodaření (toková veličina) s položkou vloženého kapitálu (stavová veličina). Ukazatelé rentability by měly v čase být rostoucí. (Růčková, 2007)

Rentabilita aktiv (ROA)

ROA poměřuje zisk s celkovými aktivy vložených do podnikání a to bez ohledu na jejich financování. Pokud dosadíme do čitatele EBIT, je ukazatel dobrý pro srovnání podniků s různými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhu. Měří hrubou produkční sílu aktiv. Pokud dosadíme do čitatele čistý zisk zvýšený o zdaněné úroky, ukazatel poměřuje vložené prostředky nejen se ziskem, ale i s úroky. Zdanění úroků pak vyjadřuje skutečnou cenu cizího kapitálu. (Sedláček, 2011)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \quad (2.6)$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Pomocí tohoto ukazatel vlastníci zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos. Je důležité zvážit, jaký fond v čitateli (z vlastního kapitálu) je vhodné vypustit (např. fond který je určen k budoucímu rozdělení zaměstnancům). Pro investory je důležité, aby hodnota ROE byla větší než úroky, které by dostal při jiné investici. (Sedláček, 2011)

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.7)$$

2.6.6 Ukazatele tržní hodnoty

Ukazatelé kapitálového trhu, jak je jim také někdy říkáno, hodnotí činnost podniku z pohledu zájmů současných i budoucích akcionářů. (Rejnuš, 2001)

P/E ratio (Price to earnings ratio)

Mezi jeden z nejzákladnějších ukazatelů patří P/E ratio, tedy prostý poměr mezi cenou akcie a ročního zisku na akcii. Ukazatel udává, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za jednotku měny vykazovaného zisku. Důležitou proměnou je očekávaný budoucí růst zisků. Investoři jsou tak schopni za akcie s vyšším P/E zaplatit, než kdyby očekávali stagnaci nebo pokles zisků. Další ovlivňující faktory jsou úrokové sazby, postoj akcionářů k riziku, daně a likvidita. Hodnota P/E okolo 15 je brána jako atraktivní investice. (Siegel, 2011), (Štýbr a kolektiv, 2007)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{EPS} \quad (2.8)$$

kde EPS je čistý zisk na akcii, který je uvedený ve výkazu zisku a ztráty.

P/B value (Price to book value)

P/B value, česky cena k účetní hodnotě, se vypočítá jako poměr ceny akcie a účetní hodnoty akcie. Ukazatel vypovídá o tom, jaký násobek vlastního kapitálu společnosti investor platí v ceně její akcie. (Gladiš, 2004)

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{účetní cena akcie}} \quad (2.9)$$

Dividendový výnos

Ukazatel poměruje dividendu jedné akcie vůči její tržní ceně. Úskalím tohoto ukazatele je, že dividendy je dosazována zpětně a po celý rok je neměnná oproti neustále měnící se tržní ceně akcie. (Rejnuš, 2013)

$$DV = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.10)$$

Dividendový výplatní poměr

Hlavním účelem dividendového výplatního poměru je vypovídací schopnost o dividendové politice společnosti. Je však nutné tento ukazatele srovnávat také s investiční politikou podniku, díky které tento ukazatel může být nižší. (Rejnuš, 2013)

$$DVP = \frac{\text{dividenda na akcii}}{EPS} \quad (2.11)$$

kde EPS je zisk na akcii.

2.7 Investiční filozofie

Investiční filozofie odráží názor investora na trh, tedy na jeho fungování či nefungování, efektivitu a chování a chyby jeho účastníků. Pro investora je velmi důležité mít jasně stanovenou investiční filozofii a nepřebíhat od jedné filozofie ke druhé na základě tipů či povrchních úsudků a propagandy. (Gladiš, 2004)

Dle Daniela Gladiše existuje s určitou nadsázkou tolik investičních filozofií, kolik je investorů. Ve své knize však uvádí tyto základní filozofie:

- **růstová** – hlavním smyslem růstové investiční filozofie je investování do akcií s takovou cenou, která podhodnocuje budoucí růstový potenciál. Úspěšnost strategie je závislá na schopnostech investora předpovídat budoucí toky hotovosti a jejich růstu a správně ocenit predikovaný růst. Celá filozofie je tak z velké části založena na spekulaci. Dalo by se říci, že stačí nakupovat akcie s nadprůměrným růstem, avšak to naráží na tři problémy. První problém je to, že investoři nejsou schopni na velkých rozvinutých trzích provést lepší odhad než profesionální a školení analytici. Jejich projekce jsou však veřejně dostupné, avšak ze samotné jejich znalosti moc profitovat nelze. Druhý problém je v ceně akcie, tedy jak moc odráží, podhodnocuje a nadhodnocuje tyto veřejnosti dostupné projekce. Poslední

problém je založen na empirické zkušenosti, kdy analytici mají sklony nadhodnocovat budoucí růst společností,

- **hodnotová** – tato filozofie má společný základ s filozofií růstovou, i když často bývají dávány do protikladu. Součástí hodnotové filozofie je právě i růst vnitřní hodnoty akcie, a tedy oproti předchozí zmíněné filozofii je růst u hodnotové filozofie brán spíše jako bonus. Investoři, kteří vyznávají hodnotovou filozofii, se snaží kupovat takové akcie s nízkými hodnotami ukazatele P/E, P/B a vysokými dividendovými výnosy. Oproti růstové filozofii je ta hodnotová více konzervativní v odhadování budoucnosti a investoři se nehoní za rychle rostoucími akciemi, ale snaží se hledat hodnotu akcií jinde, například u akcií, které momentálně nevykazují velké zisky, ale společnost je stabilní. Vyznavači hodnotové filozofie se tak opírají o minulost - tedy o historická fakta - na jejichž základě se snaží vytvořit bezpečnostní polštář,
- **časování trhu** – oproti předchozím filozofiím se tato nezabývá jednotlivými akciemi, ale trhem jako celkem. Celá strategie je tak založena na schopnosti krátkodobé předpovědi, kam se bude trh pohybovat, a na základě toho pak celý trh bude nakupovat nebo prodávat. Investoři s touto filozofií odhadují trh na základě různých indikátorů, od fundamentální po technickou analýzu, odhady cen či psychologickou analýzu a další. Avšak jsou zde dva spekulativní prvky, a to samotné kupování trhu a snaha o predikci jeho krátkých pohybů. Proto množina úspěšných investorů, vyznávajících časování trhu, je velmi malá,
- **arbitráž** – ideální představa investorů je čistá arbitráž, která zaručuje zisk bez jakéhokoliv rizika a nutnosti investice. U tohoto typu arbitráže se obchodují aktiva se stejným cashflow, ale rozdílnými cenami. Toto aktivum je pak na jedné burze obchodováno za nižší cenu a na druhé za vyšší cenu. Pokud tedy investor nakoupí aktivum za nižší cenu na první burze a prodá ji za vyšší cenu na burze druhé, bude mít okamžitý zisk. V reálném světě však převažují dvě měkčí formy arbitráže, a to přibližná a spekulativní arbitráž, která je dosažitelná pro běžného investora. Dá se obchodovat v menších objemech, avšak nezaručuje zisk. Je založena na obchodování dvou rozdílných akcií s rozdílnými cenami a podobnými pohyby v minulosti, kdy jednu investor koupí a jednu prodá, a domněnce, že se ceny po

čase zase přiblíží. Arbitráž je však vhodnější strategií spíše pro profesionální investory, hedge fondy a banky.

- **aktivní obchodování** – tato filozofie je založena na tom, že každá informace týkající se akciového trhu ovlivňuje ceny akcií. Avšak velkým problémem je dostupnost a použitelnost samotných informací. Ty dělíme na informace veřejné, které jsou dostupné všem účastníkům trhu, ale tím pádem nebudou tak využitelné pro zisk, anebo informace neveřejné, jež sice nejsou veřejně dostupné, ale často bývá jejich použití nelegální. Existují tedy tři způsoby aktivního obchodování. Zaprvé, snažit se předvídat informace a obchodovat ještě než budou zveřejněny. Zadruhé, snažit se profitovat z toho, že trh uveřejněné informace vyhodnocuje špatně. A třetí způsob, je založen na důkladné analýze a sběru neveřejných informací a snažit se nepřekročit ilegální hranici. Celkově je aktivní obchodování velice spekulativní a s velkými transakčními a daňovými náklady. (Gladiš, 2004)

3 Analýza problému a současné situace

Cílem této kapitoly je na základě teoretických poznatků získaných z první části této práce provést fundamentální analýzu vybraných amerických společností, a to z hlediska makroekonomického prostředí, odvětví, ve kterých podnikají, a hlavně výsledků hospodaření samotných společností a jejich akciových titulů.

3.1 Kritéria pro výběr emitentů

Pro sestavení a výběr akciových titulů do akciového portfolia pro tuto diplomovou práci je autorem zvolen tzv. hodnotový přístup neboli hodnotová filozofie tvorby portfolia, která je výše popsána v teoretické části této diplomové práce. Základem pro výběr společností je tzv. hodnotový screening, který na základě stanovených kritérií vytrídí společnosti, které by mohly být vhodným kandidátem pro umístění do akciového portfolia. Pro výběr tohoto souboru akcií byly autorem práce a doporučením z knihy Daniela Gladiše (2004) stanoveny následující kritéria:

- Musí se jednat o americké společnosti kotované na amerických akciových burzách.
- Ukazatel P/E, tedy cena akcie k zisku na jednu akcii, musí být menší než 15. Jelikož tento ukazatel říká, kolikanásobek investor za akcii zaplatí, je cílem kupovat akcie levnější, tedy s nízkým P/E v poměru k očekávanému zisku, tak aby do budoucna přinesly vyšší zisk.
- Ukazatel P/B (cena akcie k účetní hodnotě) musí být nižší než 1,5, anebo vyšší, pokud je součin ukazatelů P/E a P/B menší než 22,5 (nižší hodnota P/E může ospravedlňovat vyšší P/B). Vychází se tak z předpokladu, že tržní hodnota akcie je blízko hodnotě účetní, což znamená, že akcie není příliš předražená nebo je podhodnocená. Pokud pak společnost dosahuje dobrých finančních výsledků, může se jednat o dobrou investici.
- Velikost společností, vyjádřený tržní kapitalizací, musí být nejméně 500 milionů dolarů. Toto kritérium vyjadřuje určitou dominanci v odvětví a také větší stabilitu dosahovaných výsledků.
- Společnost musí dosáhnout hodnoty běžné likvidity alespoň 2 a maximální zadluženosti 60 %. Tyto ukazatele vypovídají o finančním zdraví společnosti,

konkrétně o schopnosti uspokojit věřitele a zároveň vyváženém poměru zdrojů financování.

- Společnost vyplatila dividendu alespoň v uplynulých 5 letech. Dlouhodobá historie vyplácení dividend vypovídá o dobrém vztahu společnosti k akcionářům, kvalitním managementu a celkově stavu společnosti. Dále dividendy zajišťuje atraktivitu akcie, což omezuje poklesy její tržní ceny.

Na základě uvedených kritérií byly pomocí screeningového vyhledávače FINVIZ.com vybrány k datu 19. 4. 2017 následující společnosti:

Tabulka 2: Vybrané akciové společnosti

Ticker	P/E	P/B	Součin P/E a P/B	Tržní kapitalizace	Běžná likvidita	Zadluženost
CATO	13,22	1,55	20,49	598,26 M	2,60	0,37
ELY	5,99	1,86	11,14	1,11 B	2,50	0,25
FF	11,33	1,93	21,87	642,69 M	2,80	0,37
GLW	8,41	1,64	13,79	25,13 B	3,30	0,35
SUP	14,10	1,55	21,86	608,54 M	3,00	0,26
VLO	13,01	1,44	18,73	28,76 B	2,00	0,56
WDR	9,88	1,72	16,99	1,48 B	3,70	0,40

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z FINVIZ.com, 2017

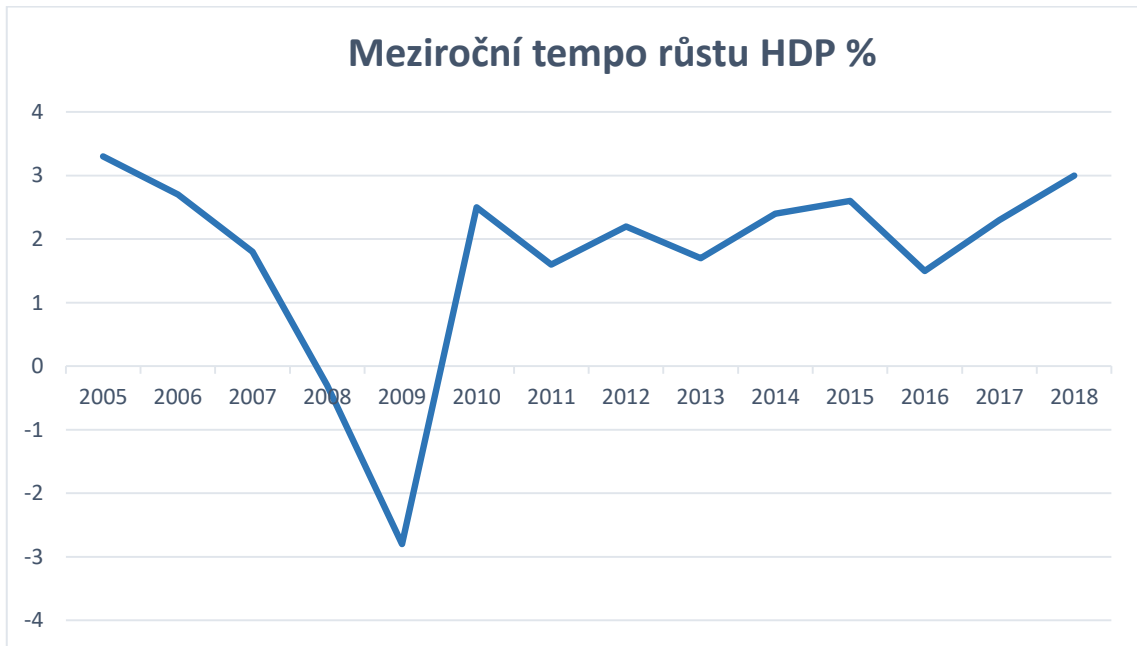
Ze všech amerických společností kotovaných na amerických burzách vyhovělo zadaným kritériím hodnotového screeningu pouze sedm společností. Je nutné podotknout, že data ukazatelů jsou aktuální k datu 19. 4. 2017, a proto se mohou lišit od dat stanovených na základě účetní závěrky, které jsou stanoveny ke konci účetního období. Z tohoto souboru akcií budou následně na základě makroekonomického prostředí USA, odvětvové analýzy a zejména analýzy výsledků hospodaření vybraných emitentů vybrány nejvhodnější investiční tituly, ze kterých bude vytvořeno akciové portfolio.

3.2 Globální analýza USA

Tato kapitola se snaží zhodnotit vliv makroekonomického prostředí USA na vývoj vybraných akciových společností. Jsou zde analyzovány hlavní makroekonomické agregáty, jako je hrubý domácí produkt, fiskální politika, inflace, peněžní zásoba, pohyb zahraničního kapitálu a inflace a jejich vliv na vývoj akciových kurzů.

3.2.1 Reálný výstup ekonomiky

Vývoj hrubého domácího produktu má docela úzkou vazbu s vývojem akciových trhů. Akciové kurzy kopírují hospodářský cyklus dané země a jeho trend. Vliv vývoje HDP se tedy značně podílí na vývoji akciových kurzů. V následujícím grafu je znázorněn vývoj hrubého domácího produktu ve Spojených státech amerických.



Graf 1: Vývoj ročního růstu HDP USA

Zdroj: vlastní zpracování dle OECD, 2017

V grafu je vykreslen meziroční procentuální vývoj HDP od roku 2005 až po rok 2018. Je patrné, že do roku 2007 bylo HDP Spojených států rostoucí, avšak v roce 2008 díky celosvětové finanční krizi HDP pokleslo o 0,3 %. Tento pokles byl následován i v nadcházejícím roce 2009, a to konkrétně o 2,8 %. V roce 2010 se začala ekonomika Spojených států z této krize vzpamatovávat a od té doby až do současnosti má vývoj HDP rostoucí trend a meziroční nárůst se tak pohyboval v intervalu od 1,5 % do 2,6 %. Budoucí vývoj HDP pro roky 2017 a 2018 je organizací OECD predikován jako stále rostoucí trend, což by mělo být pro vývoj akciového trhu velmi pozitivní.

Jelikož ze střednědobého hlediska vývoj akcií předbíhá vývoj HDP o několik měsíců, je pro predikci vývoje HDP dobré sledovat vývoj akciových indexů. Na následujícím grafu je vývoj akciového indexu S&P 500.



Graf 2: Vývoj akciového indexu S&P 500

Zdroj: převzato z Patria.cz, 2017

S&P 500 index dosahuje, stejně tak jako index Dow 30 a Nasdaq, svého historického maxima a přelomem roku 2016 a 2017 zaznamenal velké nárůsty. Tento vývoj tedy může potvrzovat alespoň v krátkodobém období růst hrubého domácího produktu. Avšak vzhledem k dlouhodobému rostoucímu trendu by mohl v příštích letech nastat pokles, se kterým je nutno počítat.

3.2.2 Fiskální politika

Důležitým faktorem fiskální politiky, který výrazně ovlivňuje vývoj akciových kurzů, je daňové zatížení dané ekonomiky. Mezi hlavní daně ovlivňující vývoj akcií a chování investorů patří daň z příjmů právnických a fyzických osob. Dále pak daň z kapitálového příjmu z prodeje akcií a dividend a další daně. Avšak pro účely této práce je brán ohled hlavně na federální daň ze zisku firem, která snižuje akciovým společnostem jejich zisky, a to může vést k nízkým či nulovým dividendám. V následující tabulce je přehled sazeb federální daně ze zisku firem.

Tabulka 3: Pásma sazeb federální daně ze zisku PO v USA

Výše zdanitelného zisku	Sazba daně
0 - 50.000 USD	15%
50.001 - 75.000 USD	7.500 USD + 25% z částky nad 50.000 USD
75.001 - 100.000 USD	13.750 USD + 34% z částky nad 75.000 USD
100.001 - 335.000 USD	22.250 USD + 39% z částky nad 100.000 USD
335.001 - 10.000.000 USD	113.900 USD + 34% z částky nad 335.000 USD
10.000.001 - 15.000.000 USD	3.400.000 USD + 35% z částky nad 10.000.000 USD
15.000.001 - 18.333.333 USD	5.150.000 USD + 38% z částky nad 15.000.000 USD
18.333.334 USD a více	35%

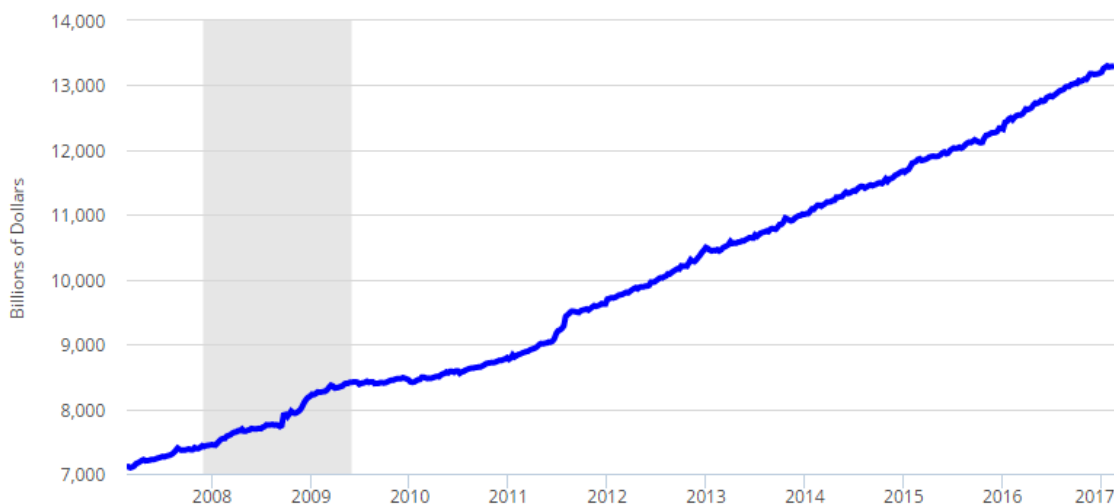
Zdroj: převzato z BusinessInfo.cz, 2017

Z tabulky je zřejmé, že se jedná o progresivní daňový systém, kdy je daň rozdělena do osmi pásem, podle dosaženého zisku společností. Každé pásmo má pak určenou daňovou sazbu. Nejnižší pásmo se zdanitelným ziskem do 50 000 USD má daňovou sazbu 15 % a nejvyšší pásmo se zdanitelným ziskem nad 18 333 334 USD má daňovou sazbu 35 %. Sazby daně v ostatních pásmech jsou složeny z fixní částky a procentuální sazby ze zdanitelného zisku.

S nedávnou volbou nového prezidenta Spojených států amerických, kterou vyhrál Donald Trump, je spojeno snížení daní, které Donald Trump propaguje ve své prezidentské kampani. Nový prezident Spojených států chce snížit federální daň ze zisku právnických osob z 30 % na 15 %. Tato skutečnost by mohla mít pozitivní vliv na vývoj akciových kurzů, avšak otázkou pak zůstává, jak se tato změna projeví na celkové ekonomice USA. (Forbes, 2016)

3.2.3 Peněžní nabídka

Peněžní nabídka má pozitivní vliv na vývoj akciových kurzů, jelikož čím je v ekonomice větší nabídka peněz, tím více ekonomické subjekty, na základě pocitu přebytku peněz, investují do finančních instrumentů. V následujícím grafu je vývoj peněžního agregátu M2, což jsou tzv. široké peníze.



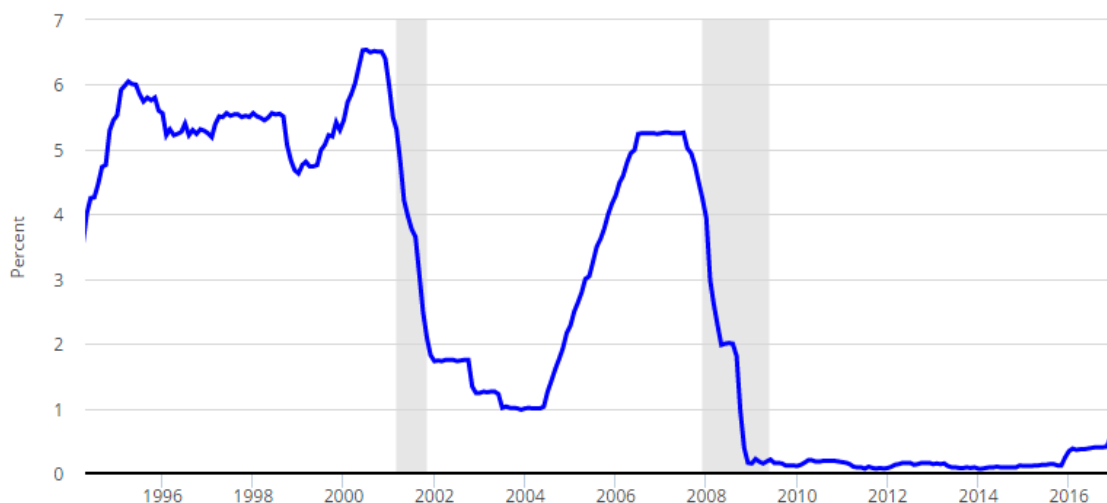
Graf 3: vývoj peněžní zásoby M2

Zdroj: převzato z FRED Economic Data, 2017

Široké peníze mají dlouhodobý stálý rostoucí trend, což je pozitivní pro dlouhodobý vývoj akciových kurzů, a potvrzuje tak růstovou povahu akciových instrumentů. Avšak z dat zveřejněných na portále Trading Economics (2017) je patrný od konce roku 2015 pokles peněžní zásoby M0. To je dle dat OECD (2017) dáno zvyšováním krátkodobé úrokové sazby. Tento trend by mohl pokračovat, což by mohlo být reakcí na zmírnění peněžní zásoby po ukončení kvantitativního uvolňování FEDu.

3.2.4 Úrokové sazby

Úrokové sazby mají s vývojem akciových kurzů negativní vztah, a tedy pokud úrokové sazby rostou, tak akciové kurzy klesají. Federální rezervní systém stanovuje tzv. Federal Funds Rate, což je klíčová úroková míra USA pro mezibankovní trh, jejíž průběh je zachycen v grafu 4. Z grafu je patrné, že se FED v posledních letech snažil prosazovat kvantitativní uvolňování a držel tak úrokovou sazbu téměř na nule. To znamenalo, že se do oběhu dostávalo více peněžních prostředků, což vedlo k větší investiční aktivitě investorů. Společnosti pak očekávají větší budoucí zisky a kurzy akcií tak rostou. Avšak po ukončení kvantitativního uvolňování začátkem roku 2016 FED zvýšil sazbu, kterou chtěl v držet v rozmezí 0,5 % až 0,75 %. Na konci roku 2016 se tak pohybovala okolo 0,6 %. Dle Federálního výboru pro otevřený trh by tak v roce 2017 úroková sazba měla narůst na 1,4 % a v růstovém trendu setrvat i v následujících letech, kdy se dlouhodobě odhaduje nárůst až na úroveň kolem 3 %. (CNBC, 2016)



Graf 4: Vývoj Federal Funds Rate

Zdroj: převzato z FRED Economic Data, 2017

Inverzní vztah vůči akciovému trhu má také dluhopisový trh, který je ovlivněn vývojem úrokových sazeb. Tedy jestliže rostou úrokové sazby, tak rostou také výnosy z dluhopisů a tím pak klesají výnosy akcií i jejich ceny. Na následujícím grafu je zachycen průběh amerických desetiletých státních dluhopisů od roku 2012 do začátku roku 2017.



Graf 5: Vývoj dlouhodobých 10-letých státních dluhopisů USA

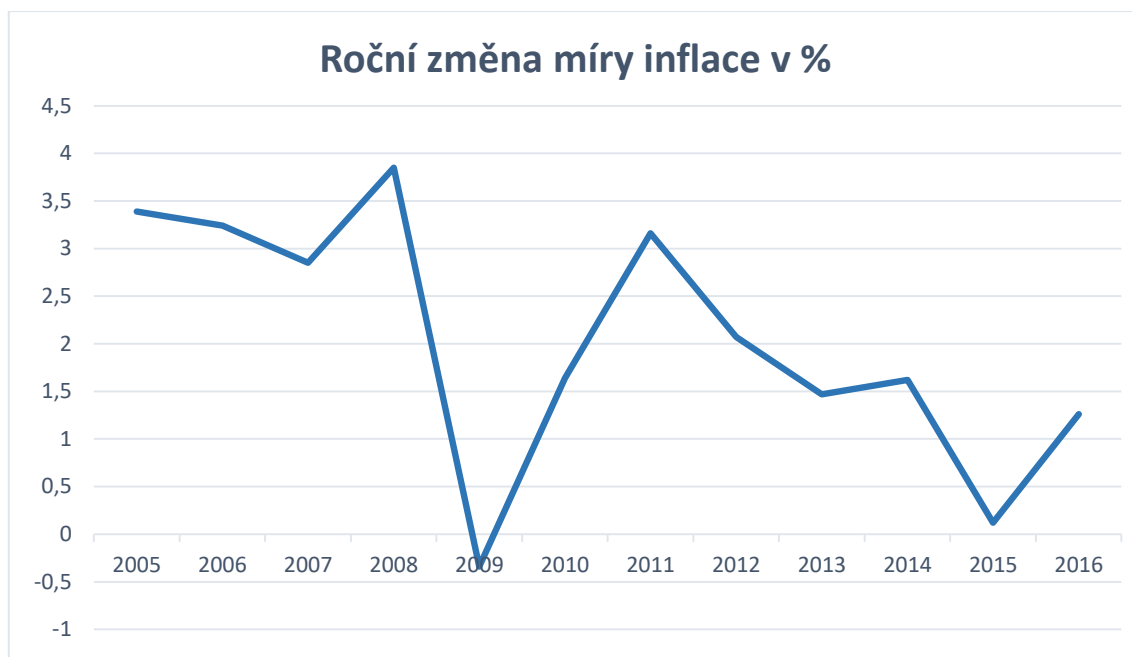
Zdroj: převzato z CNBC, 2017

Za uplynulých pět let se úrokové sazby pohybovaly cyklicky v rozmezí 1,5 % až 3 %. Avšak v dlouhodobém horizontu (20 let) mají tyto úrokové sazby klesající trend a lze tedy říci, že dosahují tak zatím svých historických minimálních hodnot. Je tedy nutné počítat s možným budoucím růstem, který by mohl mít negativní dopad na vývoj cen akcií.

3.2.5 Inlace

Slabší negativní vliv na vývoj akciových kurzů má také inflace. Inlace znamená růst cen v dané ekonomice v dané časovém období. To znamená, že snižuje kupní sílu peněz.

Vysoká inflace je také vnímána jako nestabilita dané ekonomiky. Pro měření inflace existuje několik druhů výpočtů, avšak tato práce využívá inflaci zjištěnou tzv. indexem spotřebitelských cen, jejíž průběh je zachycen v následujícím grafu.



Graf 6: Vývoj roční míry inflace USA v %

Zdroj: vlastní zpracování dle InflationData.com, 2017

V roce 2009, díky probíhající celosvětové finanční krizi, zaznamenala ekonomika Spojených států deflaci -0,3 %. Od tohoto roku pak inflace začala postupně narůstat a největší hodnotu zaznamenala v roce 2011, a to 3,16 %. Roku 2015 se však objevila hrozba deflace (0,12 %). V následujícím roce byla tato hrozba zažehnána a inflace narostla o 1,26 %. Statistický webový portál Knoema (2017) zveřejnila předpovědi budoucího vývoje inflace od Mezinárodního měnového fondu a OECD, které se shodují na rostoucím trendu inflace, která by měla dosahovat více jak 2 % ročního růstu. Tato předpověď je docela pozitivní a zaručovala by tak stabilní rostoucí ekonomiku.

3.2.6 Pohyb zahraničního kapitálu

Dlouhodobý příliv zahraničního kapitálu má pozitivní účinek na celkovou ekonomiku a akciové trhy a vývoj jejich kurzů, ale naopak rychlý odliv kapitálu může způsobit menší ekonomickou krizi státu. Vývoj výše zahraničního kapitálu Spojených států amerických je zobrazen v grafu 7.



Graf 7: Vývoj výše zahraničního kapitálu USA

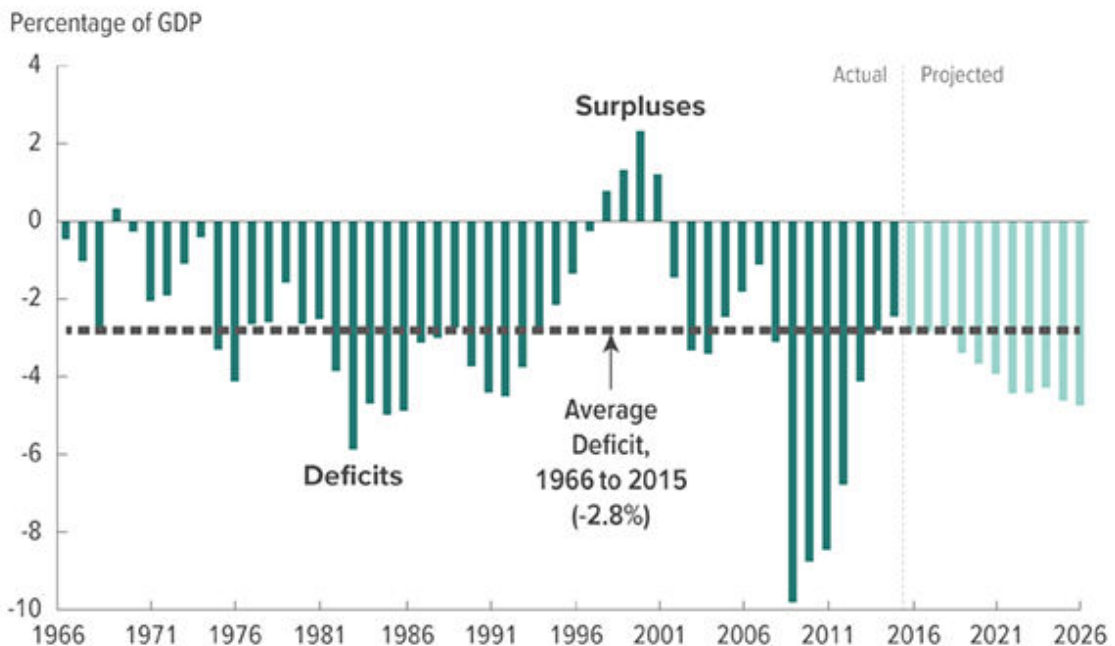
Zdroj: převzato z TRADINGECONOMICS, 2017

Veliký úbytek zahraničního kapitálu nastal v roce 2008, který byl způsoben hlavně celosvětovou finanční krizí a hodnota ke konci roku klesla až na 13 000 miliard USD. Od roku 2009 začal zahraniční kapitál narůstat a v roce 2011 dosáhl ve sledovaném období maximální hodnoty, a to více jak 45 000 miliard USD. Od roku 2014 do 2015 nastal pak pokles o 10 000 miliard USD, ale od roku 2006 zase začal narůstat a nyní se drží nad hranicí 40 000 miliard USD. Lze tedy říci, že zahraniční kapitál je v posledních pěti letech stabilní a pohybuje se průměrně v rozmezí od 35 000 do 45 000 miliard USD.

3.2.7 Kvalita investičního prostředí

Na tom jak se budou vyvíjet akciové kurzy má také podíl kvalita investičního prostředí dané země. Faktorů ovlivňující investiční prostředí je mnoho, avšak tato práce se zabývá zejména vývojem federálního deficitu, tedy jeho schodky a přebytky. Následující graf zobrazuje vývoj amerického federálního rozpočtu vůči HDP za posledních padesát let, a také předpověď Rozpočtového úřadu Kongresu na dalších deset let.

Total Deficits and Surpluses



Graf 8: Přebytky a schodky federálního rozpočtu USA vůči HDP

Zdroj: převzato z CBO, 2016

Z grafu je patrné, že federální rozpočet Spojených států za sledované období dosahoval přebytku jen v pěti letech, a to roku 1969 a v období od roku 1998 až 2001. Největší přebytek přesahoval až 2 % hrubého domácího produktu. Jelikož je federální rozpočet dlouhodobě ve schodku, je za období 1966 až 2015 průměrný deficit -2,8 % HDP. Největší schodek byl dosažen v roce 2009, a to téměř -10 % HDP. Tato situace nastala kvůli již výše několikrát zmíněné celosvětové finanční krizi. Od té doby se Spojeným státům dařilo schodek snižovat až nad hranici průměrného deficitu. Podle Rozpočtového úřadu Kongresu, který uveřejnil předpokládaný vývoj federálního rozpočtu na budoucích deset let (2016 – 2026), by měl deficit postupně narůstat až pod hodnotu -4 % HDP. Očekávaný vývoj tak není pozitivní, avšak pro investiční prostředí není až tak důležitá výše přebytku či schodku, ale spíše jeho stabilita a trend. Je tak důležité, aby se jeho vývoj od rovnovážného stavu oddaloval co nejméně.

3.3 Odvětvová analýza

Tato kapitola se zabývá odvětvovou analýzou a analyzuje zde sektory, ve kterých působí vybrané akciové společnosti. Cílem je identifikovat charakteristické znaky, faktory a hlavní ukazatele odvětví. V následující tabulce je přehled vybraných akciových společností a odvětví jejich podnikatelské činnosti.

Tabulka 4: Odvětví vybraných akciových společností

Ticker	Název společnosti	Odvětví
CATO	The Cato Corporation	Services
ELY	Callaway Golf Company	Consumer Goods
FF	FutureFuel Corp.	Basic Materials
GLW	Corning Incorporated	Technology
SUP	Superior Industries International, Inc.	Consumer Goods
VLO	Valero Energy Corporation	Basic Materials
WDR	Waddell & Reed Financial, Inc.	Financial

Zdroj: vlastní zpracování dle dat FINVIZ.com, 2017

Soubor sedmi vybraných akcií v sobě zahrnuje pět podnikatelských odvětví, a to odvětví technologické, služeb, spotřebního zboží, finanční a základních materiálů. Z analyzovaných emitentů je sektor spotřebního zboží a základních materiálů reprezentován dvěma společnostmi, ostatní sektory jsou pak zastoupeny po jedné společnosti.

3.3.1 Technologické sektor

Technologické odvětví jako celek skládá z mnoho pododvětví, z nichž nejvýznamnější jsou:

- poskytovatelé internetových služeb,
- bezdrátové komunikace
- aplikační software,
- podnikový software a služby
- telekomunikační systémy
- informační technologie,
- komunikační vybavení,
- a další.

Technologické odvětví je druhým největším, co se týká počtu akciových společností obchodovatelných na amerických burzách. V současnosti je to 795 společností, což je jen o tři obchodovatelné společnosti více než odvětví služeb, které se tak řadí na třetím místě. Nejvíce obchodovatelných společností pak lze najít ve finančním odvětví. Průměrný objem provedených obchodů za 3 měsíce v technologickém odvětví činí 1,05 miliardy denně, což je téměř nejvyšší objem ze všech odvětví. Z těchto informací je patrné, že o toto odvětví mají investoři velký zájem, ale také je zde velká konkurence společností. (FINVIZ.com, 2017)

Průměrný dividendový výnos v technologickém odvětví činí 1,77 %, což ho řadí na druhou nejhorší příčku. Tento výsledek může být způsoben velkým počtem společností v odvětví, které nevyplácí dividendu. Avšak tržní kapitalizace společnosti dosahuje hodnoty 7684,10 miliard dolarů, což je velmi vysoká hodnota, ale působí zde také velký počet společností. Vyšší tržní kapitalizace pak už dosahuje jen finanční sektor. Společnosti s největším podílem kapitalizace v tomto odvětví působí hlavně v oboru informačních technologií. Patří mezi ně Alphabet Inc. (Google), Facebook Inc., Baidu Inc., JD.com Inc., Yahoo! Inc. a další. (FINVIZ.com, 2017)

Co se týká poměru ceny k zisku, tedy ukazatele P/E, dosahuje technologický sektor průměrné hodnoty 26,26, což ho mezi odvětvími řadí na nadprůměrně vysokou hodnotu. Obecně platí, že u technologického odvětví je běžná hodnota ukazatele P/E okolo 20. Předpověď na další rok, tedy ukazatel forward P/E, pak slibuje pokles ukazatele na 17,65. Zisk na akcii za posledních pět let vzrostl o 11,33 %. (FINVIZ.com, 2017)

Na následujícím grafu lze vidět nárůst indexu akcií technologického sektoru za poslední rok, který dosahuje 18,23 %, což je ze všech odvětví lehký nadprůměr.



Graf 9: Vývoj technologického odvětví

Zdroj: převzato z FINVIZ.com, 2017

Z grafu lze také vyzorovat velice podobný průběh jako u akciového indexu S&P 500 či vývoje hospodářského cyklu Spojených států amerických a lze tedy říci, že se jedná o cyklické odvětví.

3.3.2 Finanční sektor

Mezi nejvýznamnější podobory finančního sektoru patří:

- bankovní finanční služby,
- majetkové a úrazové pojištění,
- životní pojištění,
- majetková správa,
- regionální banky
- úvěrové služby,
- a jiné.

Sektor finančnictví je největším odvětvím, co se týká počtu obchodovatelných společností, kterých je v současné době na amerických burzách 1007. To je o 200 společností více, než je v technologickém sektoru. Jedná se tak o odvětví s velmi velkou konkurencí, což může značit větší volatilitu kurzů akcií a menší stabilitu zisků. Velký zájem investorů je také v tomto odvětví, kdy průměrný objem denních kontraktů za tři měsíce je 866,47 milionů. (FINVIZ.com, 2017)

Dividendový výnos finančního sektoru se v současné době pohybuje kolem 2,30 %. Tento výnos je lehce podprůměrný oproti průměrnému dividendovému výnosu ostatních

odvětví. Tržní kapitalizace finančního odvětví je největší ze všech sektorů, a to 7857,84 miliard dolarů, což je také způsobeno suverénně největším počtem společností působících na amerických burzách. Mezi společnosti s nejvyšší kapitalizací ve finančním odvětví patří Berkshire Hathaway Inc., JPMorgan Chase & Co. Inc., Wells Fargo & Company, Bank of America Corporation nebo třeba Visa Inc. (FINVIZ.com, 2017)

Finanční odvětví dosahuje nejnižší hodnoty poměru ceny na zisk ze všech odvětví, a to 17,83. To může signalizovat, že se v tomto sektoru může nacházet hodně podhodnocených společností. Předpověď na další rok, tedy ukazatel forward P/E, je pokles ukazatel P/E na hodnotu 14,87, což je ze všech odvětví nejmírnější pokles. Velmi pozitivní je také zisk na akcii za posledních pět let, který dosahuje růstu 18,37 %. Vyšší hodnoty dosahuje už jen sektor služeb, a to jen o půl procenta. (FINVIZ.com, 2017)

Výkon finančního sektoru za poslední rok je také velmi pozitivní. Ze všech odvětví dosáhlo nejvyššího nárůstu, a to 26,65 %.



Graf 10: Vývoj finančního odvětví

Zdroj: převzato z FINVIZ.com, 2017

Z grafu je také patrné, že ve srovnání s akciovými indexy či hospodářským cyklem USA se jedná o cyklické odvětví a už vzhledem k charakteru finančního odvětví by mělo být s indexy a hospodářským cyklem provázáno ze všech sektorů nejvíce.

3.3.3 Sektor služeb

Mezi podobory odvětví služeb například patří:

- zábavní průmysl,
- specializované prodejny,

- diskont a smíšené obchody,
- obchodní služby,
- restaurátérství,
- oděvní obchody,
- hoteliérství,
- a další.

Počet obchodovatelných společností na amerických burzách v odvětví služeb je téměř podobné jako u sektoru technologií, a to 792, což je jen o tři méně. Lze tedy říci, že i v tomto odvětví působí velká konkurence mezi společnostmi. Zájem investorů je také velký. Tříměsíční průměr provedených denních obchodů dosahuje hodnoty 796,26 milionů, což je slušný nadprůměr v rámci všech uskutečněných kontraktů. (FINVIZ.com, 2017)

Dividendový výnos 1,34 % patří ze všech odvětví mezi nejnižší, což je ještě o 0,4 procentního bodu méně, než u technologického sektoru. Tržní kapitalizace sektoru služeb dosahuje nadprůměrné hodnoty, a to 5496,77 miliard dolarů. Avšak ve srovnání s technologickým sektorem je to o 2300 miliard dolarů méně, při téměř stejném počtu společností. Společnost s největší kapitalizací tohoto odvětví je Amazon.com Inc. a dále pak Alibaba Group Holding Limited, Wal-Mart Stores Inc., The Walt Disney Company, The Home Depot Inc. a jiné. (FINVIZ.com, 2017)

Hodnota ukazatele P/E dosahuje 23,52. Předpověď toho jakým směrem by se tato hodnota mohla další rok uchylovat, udává ukazatel forward P/E, který má hodnotu 18,55 a stejně jako u všech sektorů by se měl ukazatel snižovat. Nejlepší výsledek ze všech odvětví vykazují služby v zisku na akci, který za posledních pět let vzrostl o 18,88 %. (FINVIZ.com, 2017)

Výkon akcií sektoru služeb je za poslední rok stejně jako u všech odvětví rostoucí, avšak s růstem 12,77 % se jedná o podprůměr.



Graf 11: Vývoj odvětví služeb

Zdroj: převzato z FINVIZ.com, 2017

Z grafu je patrné, že odvětví služeb jako celek nekoreluje s vývojem akciových indexů a hospodářského cyklu tak přesně jak třeba odvětví financí, technologií či jiné cyklické sektory. Je to dáno složením podborů v odvětví služeb, ve kterém jsou zastoupeny i právě společnosti podnikající v anticyklických či neutrálních oborech.

3.3.4 Sektor spotřebního zboží

Mezi nejvýznamnější obory sektoru spotřebního zboží patří:

- elektronické vybavení,
- osobní produkty,
- tabákové výrobky,
- nápoje,
- automobilová výroba,
- pivovary,
- zpracované a balené potraviny,
- a jiné.

Společností kotovaných na amerických burzách podnikajících v odvětví spotřebního zboží je celkem 360. Patří tak mezi odvětví, ve kterém je méně společností a tím také menší konkurence. Průměrný objem denních obchodovaných kontraktů za poslední tři měsíce činí 437,50 milionů dolarů, což vzhledem k počtu společností značí relativně velký zájem investorů. (FINVIZ.com, 2017)

Průměrný dividendový výnos sektoru je nadprůměrný a srovnatelný s odvětvím finančním. Dosahuje hodnoty 2,37 %, což značí, že v tomto odvětví lze najít společnosti se zajímavými dividendami. Co se týká velikosti tržní kapitalizace, tak vzhledem k menšímu počtu emitentů v odvětví, zaujímají společnosti sektoru spotřebního zboží na americkém trhu velký podíl, a to 4809,89 miliard dolarů. Dominantní roli v tomto ohledu má společnost Apple Inc. (770 miliard dolarů), která má až trojnásobně větší tržní kapitalizaci než druhá The Procter & Gamble Company (224 miliard dolarů). Dále jsou to pak společnosti jako Anheuser-Busch InBev SA/NV, The Coca-Cola Company, Toyota Motor Company, Philip Morris International Inc. a další. (FINVIZ.com, 2017)

Průměrná hodnota ukazatele P/E za odvětví činí 20,46, což je mezi odvětvím třetí nejnižší hodnota. Očekávání do dalšího roku vyjádřené ukazatelem forward P/E je 16,58, takže by akcie vůči výnosům v odvětví mely zlevňovat, stejně tak jako na celém trhu. Zisky na akcii za uplynulých pět let vzrostly o 9,22 %, což je celkově na trhu nadprůměrný růst. (FINVIZ.com, 2017)

Výkon odvětví za poslední rok je 13,83 %, což je mezi odvětvími hodnoceno jako průměrný nárůst.



Graf 12: Vývoj odvětví spotřebního zboží

Zdroj: převzato z FINVIZ.com, 2017

Odvětví spotřebitelského průmyslu v sobě zahrnuje obory výrazně jak cyklické, jako je a automobilový průmysl či elektronické vybavení, a neutrální až anticyklické, jako jsou například tabákové výrobky. Vzhledem k tomu, že největší podíl má na celém odvětví podbor elektroniky, lze vývoj grafu hodnotit jako cyklický.

3.3.5 Sektor základních materiálů

Mezi podobory sektoru základních materiálů spadají:

- těžba ropy a plynu,
- ropovody a plynovody,
- těžba kovu a minerálů,
- chemikálie,
- těžba drahých kovů,
- a další.

V odvětví základních materiálů se dá na amerických burzách obchodovat 558 společností. Vzhledem k charakteru odvětví by zde mohla panovat velká konkurence mezi jednotlivými společnostmi. O tom, že je ze strany investorů o toto odvětví zájem, vypovídá tříměsíční průměr objemu provedených obchodů, a to 1,10 miliard. Základní materiály jsou tak nejvíce obchodovaným sektorem. (FINVIZ.com, 2017)

Ze všech pěti analyzovaných odvětví má také největší dividendový výnos, a to 3,40 %, což může být pro investory velice lákavé. Tržní kapitalizace 4918,67 miliard je téměř stejná jako u sektoru spotřebního zboží, avšak v poměru k množství obchodovaných společností není jeho postavení tak dominantní. Mezi společnostmi s největším podílem patří Exxon mobil Corporation, Chevron Corporation, PetroChina Company Limited nebo Total S.A. (FINVIZ.com, 2017)

Hodnota ukazatele P/E pro odvětví základních materiálů je 37,58, což je velmi vysoká hodnota, která může vypovídat o tom, že v daném sektoru je hodně společností nadhodnoceno. Do budoucího roku pak ukazatel forward P/E předpovídá velký pokles, a to až na hodnotu 15,36. Velmi negativním signálem pak je pokles zisků na akcii za posledních pět let, který poklesl o 17,30 %. To mohlo být způsobeno velkým poklesem cen ropy, které od poloviny roku 2014 klesaly až do začátku roku 2016, a protože těžba ropy a plynu je v tomto sektoru dominantní, měla tato událost tak velký vliv na vývoj zisků. (FINVIZ.com, 2017)

Za uplynulý rok sektor základních materiálů vzrostl o 7,86 %, což je ve srovnání s ostatními odvětvími spíše podprůměrný růst.



Graf 13: Vývoj odvětví základních materiálů

Zdroj: převzato z FINVIZ.com, 2017

Základní materiály by měly být svým charakterem hodně citlivé na výkyvy cen jednotlivých komodit a mělo by se tak jednat o cyklické odvětví, což je patrné i z grafu.

3.4 Analýza jednotlivých firem

Analýza jednotlivých společností je stěžejní částí této práce. Kapitola se zabývá představením vybraných společností, stanovení hodnot vybraných ukazatelů na základě hospodářských výsledků a jejich následnou analýzou. Mezi hlavní oblasti, na které se vybrané ukazatele zaměřují, patří zadluženost, rentabilita, likvidita, tržní hodnota a vnitřní hodnoty akcií analyzovaných společností.

3.4.1 Vstupní data pro výpočet vnitřních hodnot akcií

Pro výpočet vnitřních hodnot akcií vybraných společností je nutné stanovit kritéria pro určení a výpočet vstupních dat. Prvním potřebným údajem je požadovaná výnosová míra, která bude pro tuto diplomovou práci stanovena pomocí CAPM modelu – vzorec (1.9). Vstupními daty pro tento model je bezriziková výnosová míra, beta faktor akcie a tržní výnosová míra. Bezriziková výnosová míra byla stanovena, jelikož jsou státní dluhopisy považovány za téměř bezrizikový investiční instrument, jako průměrný roční výnos amerických státních desetiletých dluhopisů za období 2007 až 2016, který dosahuje hodnoty 5,03%. Tržní výnosová míra je pak stanovena jako průměrný roční výnos amerického akciového indexu S&P 500, který za období 2007 až 2016 činí 8,65%. Tyto data byly čerpány z webových stránek Aswatha Damodarana (2007). Posledním potřebným údajem je tzv. beta faktor, který vypovídá volatilitě či systematického rizika dané akcie k trhu. Pokud je beta větší než jedna, akcie jsou více citlivé a mají tak větší

výkyvy oproti celkovému trhu. Pokud je beta menší než jedna, nastává opačný případ. (Patria, 2017) Hodnoty beta faktoru byly použity z profilů vybraných společností na portálu Yahoo Finance (2017), a to k 22. 4. 2017. Přehled beta koeficientů a stanovených výnosových měr jednotlivých společností je v následující tabulce:

Tabulka 5: Beta a požadovaná výnosová míra společností

Ticker	Název společnosti	Beta	Výnosová míra
CATO	The Cato Corporation	0,96	8,50 %
ELY	Callaway Golf Company	1,15	9,20 %
FF	FutureFuel Corp.	2,31	13,40 %
GLW	Corning Incorporated	1,23	9,50 %
SUP	Superior Industries International, Inc.	0,71	7,60 %
VLO	Valero Energy Corporation	0,98	8,60 %
WDR	Waddell & Reed Financial, Inc.	1,76	11,40 %

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Yahoo Finance, 2017 a Damodaran, 2017

Dále je nutné pro výpočet vnitřních hodnot akcií stanovit míru růstu dividend popřípadě zisku. Ta je stanovena autorem práce na základě výpočtů historických růstů dividend (1.10), udržovacích růstových modelů pro dividendové modely (1.11), udržovacích růstových modelů pro cash flow modely (1.12) a jejich aritmetických a geometrických průměrů. Důležité je také zohlednit, že společnost by neměla dlouhodobě růst několikanásobně rychleji než ekonomika státu. V následující tabulce je pro každou společnost stanovena míra růstu pro dividendové modely (g) a model založený na volném cash flow vlastního kapitálu (g_{FCFE}).

Tabulka 6: Míry růstu pro vybrané společnosti

Ticker	Název společnosti	g	g_{FCFE}
CATO	The Cato Corporation	3,00 %	5,00 %
ELY	Callaway Golf Company	1,00 %	5,00 %
FF	FutureFuel Corp.	1,00 %	1,00 %
GLW	Corning Incorporated	7,50 %	4,00 %
SUP	Superior Industries International, Inc.	3,50 %	2,00 %
VLO	Valero Energy Corporation	6,00 %	7,00 %
WDR	Waddell & Reed Financial, Inc.	4,50 %	6,00 %

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet vnitřní hodnoty je velmi citlivý na vstupní data, kde jednoprocenní změna míry růstu dividend nebo požadované míry výnosnosti vyvolá několikanásobně větší změnu

ve výsledné vnitřní hodnotě. Z tohoto důvodu je stanovení vnitřní hodnoty akcie velmi obtížné, a proto se vstupní a výsledné hodnoty mohou u různých analytiků výrazně lišit.

3.4.2 The Cato Corporation (CATO)

Společnost The Cato Corporation byla založena roku 1946. Sídlo společnosti se nachází v Severní Karolíně ve městě Charlotte. CATO provozuje okolo 1300 specializovaných prodejen s oděvy a doplňky ve 32 státech USA pod názvy „Cato“, „Versona“, „It’s Fashion“ a „It’s Fashion Metro“ a zaměstnává přibližně 10 200 zaměstnanců. Tyto značky zahrnují pánské, dámské a dětské oblečení, a to přes elegantní a formální oblečení až po oblečení sportovní. Dále pak obuv a doplňky jako jsou kabelky, šperky a další produkty. Akcie společnosti jsou kotované na New York Stock Exchange (NYSE) v počtu 26 604 705 kusů. Společnost je také konstituentem indexu S&P 600 Small Cap. Předsedou, prezidentem a generálním ředitelem společnosti je John P. D. Cato. (Patria, 2017), (Reuters, 2017)

Jak již bylo psáno výše, společnost podniká v oblasti služeb, konkrétně tedy jako prodejce oděvů. Tento sektor lze označit spíše za cyklický, avšak jelikož se nejedná o luxusní značku, případná recese by neměla mít tak extrémní vliv na propad tržních cen akcií. Na amerických burzách působí na poli prodejců oděvů okolo 34 společností. CATO s tržní kapitalizací 598 milionů dolarů patří spíše mezi menší společnosti tohoto oboru. Dominantní vliv tu mají společnosti jako Luxottica Group (28,15 miliard dolarů) či Ross Stores (25,58 miliard dolarů). (FINVIZ.com, 2017)

Tržby společnosti za sledované období do roku 2015 narůstaly, ale poslední rok byl zaznamenán pokles o více jak 50 milionů dolarů. Celkově však za poslední čtyři roky tržby vzrostly o více jak 4 %. Podobně se vyvíjel i EBIT a EAT, akorát s tím rozdílem, že za celé sledované období poklesly, čistý zisk poklesl o 13 % a provozní zisk téměř o polovinu, jak je vidět v tabulce 7.

Tabulka 7: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti CATO

Ukazatel (mil. USD)	2013	2014	2015	2016
Tržby	920	987	1011	957
EBIT	81	88	96	42
EAT	54	61	67	47

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z Cato Fashions, 2017

Klesající trend mají také položky ve výkazu peněžních toků. Provozní cash flow za sledované období pokleslo o 22,6 % a celková změna cash flow se poslední dva roky pohybuje v záporných hodnotách. (Cato Fashion, 2017)

V následující tabulce je přehled nejdůležitějších ukazatelů:

Tabulka 8: Přehled finančních ukazatelů společnosti CATO

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	19. 4. 2017
P/E	21,63	16,01	11,61	12,85	13,22
P/B	3,12	2,52	1,96	1,52	1,55
Dividendový výnos (%)	2,84	3,26	4,29	5,97	-
Dividenda	1,20	1,20	1,29	1,32	-
EPS	1,86	2,15	2,39	1,71	-
ROA (%)	9,62	10,04	10,47	7,41	-
ROE (%)	14,75	15,69	16,51	11,61	-
Celková zadluženost (%)	34,51	37,50	35,83	36,63	-
Běžná likvidita	2,53	2,34	2,45	2,58	-

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Cato Fashion, 2017 a FINVIZ.com,2017

Velkým pozitivem je fakt, že má společnost dlouhodobou historii vyplácení dividend, a to nepřetržitou od roku 1998. Velmi pozitivní je také to, že dividendy stále rostou každým rokem, až na pár výjimek a výkyvů. Výplatní poměr, vzorec (2.11), se za sledované období pohyboval v rozmezí 54 % až 77 %, což značí, že má společnost s akcionáři dobré vztahy. Atraktivitu akcií CATO zvyšuje také dividendový výnos, vypočítaný dle vzorce (2.10), který dosahuje velmi vysoké hodnoty, a to téměř 6 %. Z tabulky je také patrný jeho růstový trend, což atraktivitu akcie jenom potvrzuje. Zisk na jednu akcii poklesl za sledované období o 8 %, což je následek již výše zmíněného poklesu celkové zisku.

Ukazatel P/E, vypočítán dle vzorce (2.8), měl za sledované období klesající trend. Aktuální hodnota je 13,22, což je ve srovnání s odvětvím prodeje oděvů (P/E 20,00) a indexem S&P 500 (25,26) nízká hodnota. Toto srovnání tak může naznačovat, že se jedná o podhodnocenou akcii, která by mohla být vhodnou investiční příležitostí. (FINVIZ.com, 2017)

Hodnota ukazatele P/B, vypočtená vzorcem (2.9), se v současné době pohybuje lehce nad hodnotu 1,5. Po dobu analyzovaného období měl ukazatel klesající tendence. Stávající

hodnota lze tak brát jako signalizace férové ceny akcie. Průměrná hodnota tohoto ukazatele u prodejců oděvu je více jak dvojnásobně větší, a to 4,13. (FINVIZ.com, 2017)

Výnosnost aktiv společnosti se pohybovala do roku 2015 na podobné úrovni, a to okolo 10 %. Je to dáno tím, že společnost má po celou dobu téměř neměnná aktiva. V posledním roce pak ROA zaznamenala mírný pokles, jenž je dán poklesem zisku společnosti. Společnost dosahuje minimální obecně doporučené hranice ROA, což lze brát jako pozitivní. Pro výpočet byl použit vzorec (2.6)

Vývoj čisté výnosnosti vlastního kapitálu má podobný trend jako ROA, což je způsobeno již několikrát zmíněným poklesem zisku. Výše dosažené rentability je dobrým výsledkem a je také splněna důležitost podmínky, která říká, že by rentabilita vlastního kapitálu měla být vyšší než rentabilita celkových aktiv společnosti. To se povedlo naplnit ve všech letech analyzovaného období. ROE, vypočtené dle vzorce (2.7), je také mnohonásobně vyšší než výnosová míra desetiletých amerických státních dluhopisů, která pro rok 2016 činí 0,69 %. Tento fakt zaručuje investorovi díky většímu riziku vyšší zhodnocení jeho investice, než kdyby investoval do téměř bezrizikových instrumentů. Negativem je fakt, že je ROE společnosti v posledním roce nedosahuje ani obecně doporučené hodnoty 15 %, a je oproti oborovému průměru 14,39 % spíše podprůměrná. (Damodaran, 2017)

Velmi pozitivní jsou ukazatelé zabývající se finančním zdravím společnosti. Ukazatel běžné likvidity se po všechny čtyři sledované období pohyboval kolem hodnoty 2,5, což lze označit za téměř ideální hodnoty. Společnost si tak stabilně drží svou schopnost dostát svým závazkům, což je pro věřitele dobrou zprávou. Běžná likvidita byla vypočítána dle vzorce (2.4).

Stejně tak jako ukazatel běžné likvidity se i celková zadluženost pohybuje na stejné úrovni po celou dobu sledovaného období, a to okolo hodnoty 36 %. Lze říci, že společnost je dokáže stabilně využívat ke svým aktivitám cizích zdrojů, aniž by ohrožovala svou finanční stabilitu. Pro investory je tento výsledek signálem průměrného až nižšího věřitelské rizika. Pro výpočet zadluženosti byl použit vzorec (2.5).



Graf 14: Srovnání výkonu akcie CATO a akciového indexu S&P 500

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Od 1. ledna roku 2013 výkon akcií CATO poklesl o více jak 18 %. Ve srovnání s indexem S&P 500, který vzrostl téměř o 60 %, si společnost CATO vedla do poloviny roku 2016 velmi podobně, avšak pokles zisku se nejspíše negativně projevil i do tržních cen jejich akcií.



Graf 15: Vývoj tržní ceny akcie CATO

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

V grafu 13 je zaznamenán celý historický vývoj měsíčních tržních cen akcie CATO. Akcie má růstový trend a svého maxima okolo 45 USD dosáhla začátkem roku 2015. To bylo však následováno náhlým poklesem tržní ceny, která v současnosti k 19. 4. 2017 dosahuje 22,09 USD za akcii.

Tabulka 9: Vnitřní hodnoty společnosti CATO

Ukazatel	FCFE	P/E	P/BV	DDM	Průměr
VH (v USD)	125,72	24,70	25,65	25,61	50,42
Bezpečnostní polštář %	82,43	10,55	13,87	13,74	56,19

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo zmíněno, tržní cena akcie CATO činí k 19. 4. 2017 22,09 USD. Vnitřní hodnota stanovená pomocí ziskových modelů na základě ukazatele P/E (1.6) a P/B (1.7) a modelu DDM (1.4) vykazují téměř totožné hodnoty, které akcii lehce podhodnocují. Avšak model založený na bázi FCFE, spočítaný na základě vzorce (1.4), akcii podhodnocuje mnohem více. Průměrná vypočtená vnitřní hodnota je 50,42 USD a celkový bezpečnostní polštář je 56,19 %, což říká, že vnitřní hodnota akciového titulu CATO by mohla klesnout o 56,19 % a stále by nebyla akcie nadhodnocena.

3.4.3 Callaway Golf Company (ELY)

Společnost Callaway Golf byla založena Ely Callawayem dne 7. května 1999 se sídlem v americkém městě Carlsbad v Kalifornii. Hlavní podnikatelskou činností společnosti je výroba a prodej golfových holí a doplňků s tímto sportem souvisejících. Společnost je rozdělena na dva segmenty, a to golfové hole a golfové míčky. Produkty jsou prodávány pod značkami „Callaway“ a „Odyssey“, a to ve více jak 110 zemích světa s 1 700 zaměstnanci. Hlavní filosofií společnosti je poskytovat prokazatelně kvalitní a příjemně odlišné produkty a služby. V oběhu je 93 793 899 kusů akcií, které jsou kotovány na New York Stock Exchange. Stejně jako předchozí společnost je i ELY součástí indexu S&P 600 Small Cap. Generálním ředitelem je Oliver Brewer. (Patria, 2017), (Reuters, 2017))

Callaway Golf Company podniká v sektoru spotřebního zboží v podoboru sportovního zboží. Jedná se o cyklické odvětví, stejně tak jako většina odvětví. V oboru sportovního zboží se nachází na amerických burzách celkem 8 společností. Dominantní podíl tržní kapitalizace zde má Pool Corporation, vyrábějící bazény a produkty s tím spojené, tržní kapitalizací 5,08 miliard USD. Callway Company mající tržní kapitalizaci 1,13 miliard USD tak zaujímá druhé místo společně s Vista Outdoor Inc., která má téměř totožný podíl. ELY vykazuje také téměř nejvyšší tříměsíční průměr objemu provedených kontraktů, což značí, že je ve svém oboru investory v posledních měsících žádaná.

(FINVIZ.com, 2017) Hlavními konkurenty společnosti jsou TaylorMade, Acushnet, Ping či Puma, ty však nejsou kotovány na amerických burzách. (Reuters, 2017)

Callway Golf Company po dobu analyzovaného období generovala stabilní tržby, avšak provozní a čistý zisk od počátku období, kde dosahovali ztráty, měly rostoucí trend. V roce 2016 pak oproti předchozímu roku čistý zisk narostl o 1 203 %, tedy z 14,57 milionů USD na 189,9 milionů USD. Toto bylo způsobeno vrácením nadměrného odpočtu daně z příjmu, který činil 132,561 milionu USD. S udržení takovéto výše zisku však do budoucích let nelze počítat.

Tabulka 10: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti ELY

Ukazatel (mil. USD)	2013	2014	2015	2016
Tržby	842,8	886,95	843,79	871,19
EBIT	-10,76	30,75	26,94	44,17
EAT	-18,92	16,01	14,57	189,9

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Callway, 2017

Pozitivní je rostoucí trend operativního cash flow, který je také z velké části ovlivněn ziskem posledního roku. Celkově pak změna cash flow v posledním roce byla přes 70 milionů USD, což je oproti roku 2015 o 526 %.

Následující tabulka obsahuje přehled vybraných ukazatelů:

Tabulka 11: Přehled finančních ukazatelů společnosti ELY

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	19. 4. 2017
P/E	-	38,35	55,58	33,21	5,99
P/B	1,95	1,76	2,12	2,13	1,86
Dividendový výnos %	0,47	0,52	0,42	0,36	-
Dividenda	0,04	0,04	0,04	0,04	-
EPS	-0,16	0,20	0,17	1,98	-
ROA %	-3,42	2,48	2,32	26,51	-
ROE %	-3,84	5,45	5,62	36,76	-
Celková zadluženost %	57,13	53,34	34,58	25,26	-
Běžná likvidita	1,86	2,09	2,19	2,46	-

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Callaway Gol, 2017 a FINVIZ.com, 2017

Callway Golf Company má také dlouhodobou dividendovou historii, což je sice pozitivní, avšak objem ročních vyplacených dividend se snižuje. V roce 2008 nastal pokles z dlouhodobé stabilně vyplácené dividendy 0,28 USD na 0,1 USD, a poté v roce 2010 na

0,04 USD, která je vyplácena až doposud. Tento pokles byl nejspíše způsoben ekonomickou krizí. Výplatní poměr v posledním roce poklesl z 20 % na pouhé 2 %, a to díky stabilní nízké dividendě a velkému nárůstu zisku. Dividendový výnos 0,36 % na atraktivitě také nepřidává a za sledované období lze vypožorovat klesající trend. Zisk na akcii se po ztrátovém roce 2013 vyšplhal k hranici 0,2 USD. V posledním roce je pak nárůst na 1,98 USD, který však do dalších let s největší pravděpodobností společnost neudrží.

Od ztrátového roku 2013 ukazatel P/E poklesl na velmi nízkou hodnotu, která je aktuálně 5,99. Pro srovnání má obor výrobců sportovního zboží průměrnou hodnotu P/E 20,44. S&P 500 index, reprezentující vývoj ekonomiky, má aktuální hodnotu P/E 25,26. Při porovnání těchto hodnot ELY dosahuje velice nízké hodnoty, což může být signálem většího rizika a budoucího poklesu výnosů společnosti. (FINVIZ.com, 2017)

Ukazatel P/B v průběhu období kolísá v rozmezí 1,75 až 2,13. Hodnota je to lehce vyšší, ale ospravedlnitelná nízkým P/E. Signalizovat by tak tato hodnota mohla nadhodnocenost akcie.

Rentabilita aktiv vykazovala do roku 2015 velmi nízkých hodnot. Společnost má velké množství aktiv vůči ziskům, které se stabilně pohybovaly nad 600 milionů USD, a to více jak polovina je uložena v krátkodobých aktivech, zejména v zásobách. ROA 26,5 % v posledním roce je dosažena díky již zmiňovanému nárůstu zisku. Stejný vývoj nízkých hodnot nastává i u rentability vlastního kapitálu. Kromě ztrátového roku 2013 je dosaženo žádoucí vyšší rentability vlastního kapitálu než aktiv.

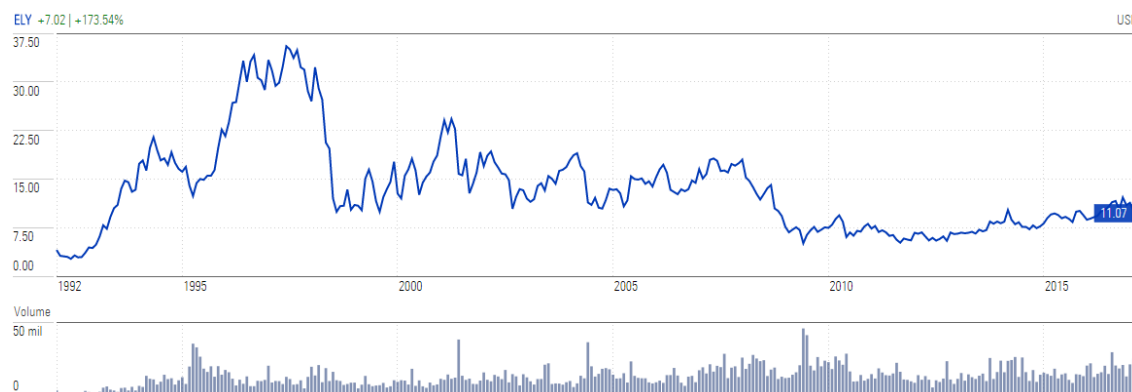
Pozitivní výsledky společnost Callway Golf prokazuje u ukazatelů finančního zdraví. Velmi pozitivní je trend snižujícího se zadlužení, který od roku 2013 klesl téměř o 56 % a ELY využívá cizích zdrojů jen pro financování čtvrtiny svých aktiv. Stejně pozitivní je i vývoj likvidy, který vzrostl z hodnoty 1,86 na 2,41 za poslední čtyři fiskální roky. Hodnotu lze označit za téměř ideální a společnost tak dokazuje svou schopnost dostát svým závazkům.



Graf 16: Srovnání výkonu akcie ELY a akciového indexu S&P 500

Zdroj: převzatu z Morningstar.com, 2017

Ve srovnání s S&P 500 indexem má akcie ELY stejný vývojový trend, který zaznamenal od počátku roku 2013 nárůst o 81,5 %.



Graf 17: Vývoj tržní ceny akcie ELY

Tržní cena akcie ELY byla z počátku velmi kolísavá a svého maxima dosáhla v prvních deseti letech svého pobytu na burze. Po celosvětové ekonomické krizi, kdy byl zaznamenán poslední větší pokles tržní ceny, je cena ELY spíše stabilní s mírným nárůstem.

Tabulka 12: Vnitřní hodnoty společnosti ELY

Ukazatel	FCFE	P/E	P/BV	DDM	Průměr
VH (v USD)	52,61	0,49	0,57	13,04	16,68
Bezpečnostní polštář %	77,40	-2311,26	-1978,57	8,84	28,72

Zdroj: vlastní zpracování

Tržní cena akcie ELY je k 19. 4. 2017 11,89 USD. Oba dva ziskové modely stanovili vnitřní hodnotu téměř nulovou, a tedy akcii silně nadhodnotili. Vzhledem k modelu FCFE, který akcii ELY výrazně nadhodnocuje, je průměrná vnitřní hodnota stanovena na 16,68 USD s bezpečnostním polštářem téměř 29 %.

3.4.4 FutureFuel Corporation (FF)

FutureFuel Corporation je holdingovou společností FutureFuel Chemical, založenou 12. srpna 2005. Sídlo společnosti se nachází v americkém městě Clayton ve státě Missouri. Hlavní činností společnosti je zaměřena na výrobu a prodej diverzifikovaných chemických výrobků a biopaliv, mezi které patří bionafta a petrodiesel. FF také nakupuje, prodává a přepravuje pomocí přepravního potrubí ropné rafinované produkty. V holdingu je zaměstnáno okolo 500 zaměstnanců. Stejně jako předchozí společnosti je i FutureFuel Corporation kotována na New York Stock Exchange v počtu 43 749 970 kusů akcií a je konstituentem S&P 600 Small Cap indexu. Generálním ředitelem společnosti je Paul Novelly. (Patria, 2017), (Reuters, 2017)

FutureFuel Corporation působí v odvětví základních materiálů a konkrétně v chemickém oboru diverzifikované výroby, který je cyklického charakteru. Na amerických burzách cenných papírů působí v tomto oboru 28 společností včetně FF. Dominantní podíl zde drží společnost The Dow Chemical Company s tržním podílem 75,34 miliard amerických dolarů. Následují pak společnosti Praxair Inc. a Air Products and Chemicals Inc. s kapitalizací o více jak polovinu menší. FutureFuel Corporation s podílem 690,34 milionů USD patří spíše k těm menším společnostem chemického odvětví. (FINVIZ.com, 2017)

Tržby holdingu FutureFuel se mají negativní trendy, kdy za čtyři sledované fiskální roky poklesly téměř o 200 milionů USD, což je o více jak 40 %. Z podobně klesajících odbytových nákladů, lze usuzovat, že holdingu každým rokem ubývá zákazníků. Stejně tak se snižuje i provozní výsledek hospodaření a také čistý zisk, který však roku 2016 zaznamenal nárůst, ale to díky nadměrnému daňovému odpočtu.

Tabulka 13: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti FF

Ukazatel (v mil. USD)	2013	2014	2015	2016
Tržby	445	342	300	253
EBIT	90	56	47	37
EAT	74	53	46	56

Zdroj: vlastní zpracování dle dat FutureFuel, 2017

Pozitivní vývoj za sledované období nastal ve výkaze peněžních toků, kdy provozní cash flow, což bylo způsobeno hlavně snížením zásob a přijatými pohledávkami. Kapitálové náklady jsou velmi nízké a provozní zisk je tak k dispozici akcionářům. Nejvíce peněz bylo investováno nejspíše do rozšíření výroby a jiných kapitálových investic. Celková změna cash flow má za analyzované období rostoucí trend a zaznamenala nárůst o 60 %. (FutureFuel, 2017)

Následující tabulka nabízí přehled základních ukazatelů společnosti:

Tabulka 14: Přehled finančních ukazatelů společnosti FF

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	19. 4. 2017
P/E	12,64	11,42	12,62	9,03	11,33
P/B	2,17	1,68	1,61	1,42	1,93
Dividendový výnos %	2,78	3,69	1,78	1,73	-
Dividenda	0,44	0,48	0,24	0,24	-
EPS	1,71	1,22	1,06	1,29	-
ROA %	19,24	12,15	9,70	11,05	-
ROE %	25,14	15,47	12,24	15,47	-
Celková zadluženost %	20,77	22,13	19,43	37,05	-
Běžná likvidita	7,08	6,37	7,35	2,81	-

Zdroj: vlastní zpracování dle dat FutureFuel, 2017; FINVIZ.com, 2017 a Yahoo Finance, 2017

Dividendová historie holdingu FutureFuel není tak dlouhodobá jako u předchozích analyzovaných společností. Výplata dividend probíhá od roku 2011, jejichž výše se do 2014 navyšovala, avšak roku 2015 poklesla o polovinu a tak setrvala i nadále. Výplatní poměr také poklesl a v posledních dvou letech kolísal okolo hodnoty 20 %. To však může být způsobeno tím, že jak již výše bylo zmíněno, společnost prováděla kapitálové investice, takže většinu svých zdrojů směřovala tam a tyto investice pak mohou mít vliv na růst tržních cen akcií FF. O více jak polovinu také poklesl dividendový výnos, což může mít u investorů negativní vliv na atraktivitu společnosti.

Výše poměru tržní ceny akcie k zisku se po celé sledované období držela kolem hodnoty 12, větší pokles pak nastal v roce 2016. V porovnání s P/E chemického odvětví, které dosahuje hodnotu 22,91, se v současnosti jedná o polovinu nižší hodnotu. Stejně tak i v porovnání s S&P 500 indexem s P/E 25,26.

P/B do roku 2016 klesalo, avšak v současnosti zaznamenalo nárůst, který dosahuje hodnoty 1,93. Hodnota je to už trochu vyšší a mohla by tak naznačovat, že akcie společnosti FutureFuel jsou nadhodnocené.

Rentabilita celkových aktiv v roce 2014 výrazně poklesla. Po zbytek sledovaného období je zaznamenán lehký pokles, avšak stále FF dosahuje pozitivních hodnot. Společnost FF drží více jak polovinu celkových aktiv v peněžních prostředcích a ekvivalentech, což možná právě zhoršuje efektivitu hospodaření s aktivy společnosti. Stejný vývojový trend nastal i u ukazatele ROE, který v posledním hospodářské roce dosahoval 15,5 %, což je přesně na minimální obecně doporučené hodnoty. Podmínka $ROE > ROA$ je také splněna, avšak v porovnání s oborem chemické diverzifikované výroby, která dosahuje ROE 30,24 %, se jedná o neuspokojivý výsledek. (Damodaran, 2017)

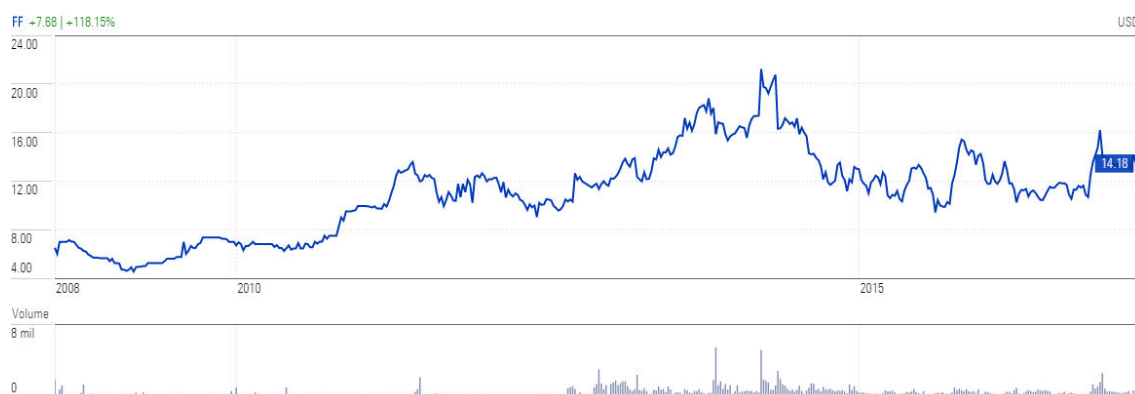
Celková zadluženost holdingu vzrostla o 78 %, avšak stále se jedná o přijatelnou zadluženost. Zadluženost stoupla hlavně díky nárůstu krátkodobých cizích zdrojů o 111 milionů USD. Běžná likvidita dosahovala v od roku 2013 až 2015 velmi vysokých hodnot (více jak 7), což sice hovoří ve prospěch velmi dobré schopnosti společnosti dostát svým závazkům, avšak to také signalizuje neefektivní využití oběžných aktiv. V posledním roce pak likvidita klesla na přijatelnou hodnotu 2,81 díky již zmíněnému velkému nárůstu krátkodobých závazků. (FutureFuel, 2017)



Graf 18: Srovnání výkonu akcie FF a akciového indexu S&P 500

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Z grafu 16 lze vyčíst, že vývoj a reakce tržních cen hodně citlivý na změny oproti akciovému indexu S&P 500. Ostatně tomu napovídá i vysoký beta koeficient (2,31), který je pro toto odvětví a společnost stanoven. Celkový výkon za sledované období byl rostoucí, a to konkrétně o 14,98 %.



Graf 19: Vývoj tržní ceny akcie společnosti FF

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Akcie společnosti FutureFuel Industries mají jen desetiletou historii na burze. Za toto období akcie rostla celkem svižným tempem do roku 2014, kde dosáhla svého maxima těsně pod hladinou 22 USD. Poté nastal pokles a tržní cena fluktovala kolem 12 USD za akcii. K 19. 4. 2017 cena vzrostla na 14,41 USD.

Tabulka 15: Vnitřní hodnoty společnosti FF

Ukazatel	FCFE	P/E	P/BV	DDM	Průměr
VH (v USD)	9,08	1,96	1,78	12,60	6,35
Bezpečnostní polštář %	-58,76	-636,68	-711,69	-14,41	-126,90

Zdroj: vlastní zpracování

Již výše zmíněná tržní cena akcie FF 14,41 USD, je k datu 19. 4. 2017 výrazně nadhodnocena. Tento fakt potvrdily všechny použité modely pro stanovení vnitřní hodnoty. Skutečná cena by tak měl být 6,35 USD, což je o víc než dvojnásobně méně. Bezpečnostní polštář je tím pádem záporný.

3.4.5 Corning Incorporated (GLW)

Založení společnosti Corning Incorporated se datuje k 24. prosinci 1939 se sídlem ve městě Corning ve státě New York. Hlavní činností společnosti je výroba speciálních skel a keramiky. Hlavními segmenty činnosti jsou zobrazovací technologie, optické

komunikace, environmentální technologie, speciální materiály, humanitní vědy a další. Mezi produkty společnosti lze zahrnout například sklo na televizory notebooky, LCD, laboratorní výrobky pro vědecké účely, keramické substráty do benzínových motorů atd. Společnost provozuje 98 závodů v 17 zemích a zaměstnává okolo 40 000 zaměstnanců po celém světě. Akcie jsou obchodovatelné na New York Stock Exchange v počtu 920 231 627 kusů a také jsou zahrnuto do akciového indexu S&P 500. Generálním ředitelem je Wendell Weeks. (Patria, 2017), (Reuters, 2017)

Dle screeningového portálu FINVIZ.com (2017) je společnost Corning Incorporated zařazena do sektoru technologií v odvětví diverzifikované elektroniky a zase se jedná o cyklické odvětví. Mezi konkurencí 42 obchodovatelných společností má GLW společně s TE Connectivity Ltd. dominantní podíl. Obě společnosti dosahují tržní kapitalizace téměř 27 miliard USD. Dále jsou to pak dvě společnosti dosahující 20 milionové kapitalizace, a to Kyocera Corporation a Amphenol Corporation. Tříměsíční průměrný objem provedených kontraktů u GLW v odvětví je druhý nejvyšší, což značí velkou likviditu u obchodování akcie této společnosti.

Mimořádně vysoké nárůst nastal v roce 2014, avšak tempo nebylo udrženo a nastal zas pokles. Avšak celkově tržby společnosti od roku 2013 narostly o 20 %. EBIT se kromě roku 2014, kdy byl téměř 50 % nárůst, drží nad úrovní 1300 milionů USD a celkově za celé období mírně narostl. Čistý zisk zaznamenal nárůst za celé analyzované období o 83 %. Trend každoročního přírůstku narušil akorát rok 2015, kdy zisky poklesli o polovinu oproti roku 2014.

Tabulka 16: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti GLW

Ukazatel (v mil. USD)	2013	2014	2015	2016
Tržby	7819	9715	9111	9390
EBIT	1371	1931	1322	1391
EAT	1961	2472	1241	3597

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Corning, 2017

Provozní cash flow společnosti Corning Incorporated za poslední 4 hospodářské roky klesalo. Negativem je také to, že kapitálové výdaje jsou poměrně vysoké, a v posledním roce tak utopily polovinu provozního cash flow jen na jejich udržení. Velké výdaje, které každým rokem narůstají, jsou také v oblasti finančního cash flow, a to hlavně kvůli zpětnému odkupu akcií společností. Vývoj celkového cash flow je za sledované období

proměnlivé a střídá se přírůstek s úbytkem peněžních prostředků rok po roce. (Corning, 2017)

Následující tabulka obsahuje přehled nejdůležitějších ukazatelů:

Tabulka 17: Přehled finančních ukazatelů společnosti GLW

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	19. 4. 2017
P/E	14,73	17,24	12,03	12,20	8,41
P/B	1,15	1,50	1,17	1,46	1,64
Dividendový výnos %	2,19	1,74	2,63	2,22	-
Dividenda	0,39	0,40	0,48	0,54	-
EPS	1,34	1,73	1,00	3,23	-
ROA %	6,78	8,45	5,23	12,74	-
ROE %	9,20	12,23	6,94	22,42	-
Celková zadluženost %	25,69	28,22	34,19	35,87	-
Běžná likvidita	5,09	4,41	2,94	3,29	-

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Corning, 2017; FINVIZ.com, 2017 a Yahoo Finance, 2017

Společnost Corning Incorporated má velmi dlouhou historii vyplácení dividend, avšak od roku 2001 do roku 2006 od vyplácení dividend ustoupila. Od roku 2007 obnovila vyplácení dividend roční sumou 0,1 USD, která do roku 2016 vzrostla na 0,54 USD. Dividendový výnos akcií společnosti GLW za sledované období spíše kolísal nad hranicí 2 % kromě roku 2014, kdy dividendový výnos činil 1,74 %. Tyto výkyvy jsou způsobené velkou volatilitou tržní ceny akcie mezi lety analyzovaného období. Zisk na akcii 3,23 je už zajímavá hodnota, ale výplatní poměr 17 % už tak pozitivní není. Krom roku 2015, kdy byl výplatní poměr téměř 50 %, GLW vyplácí svým akcionářům lehce nad 20 % ze zisku. To však může být dáno technologickým charakterem podnikatelské činnosti společnosti, která své prostředky tak snaží co nejvíce reinvestovat.

Ukazatel P/E se kromě roku 2014 drží pod hodnotou 15, která byla určena jako kritérium. V současné době se nachází na hodnotě 8,41, což je ve srovnáním oborem, ve kterém působí (P/E 15,07), pozitivní hodnota, která by mohla signalizovat podhodnocenou akcii společnosti. Příliš nízké P/E by také mohlo signalizovat nižší budoucí zisk společnosti nebo větší riziko, avšak ve srovnáním s již zmíněným P/E odvětví, by tak měla být tato hypotéza vyvrácena. Pro přesné zhodnocení je však nutné porovnat více ukazatelů a nehodnotit jen na základě hodnoty poměru ceny k ziskům. (FINVIZ.com, 2017)

Hodnota poměru P/B od roku 2013 vzrostla z 1,15 na 1,64, což je stále přijatelná hodnota a ve srovnání s nízkým P/E je hodnota ospravedlnitelná. Postupný růst může být postupným narůstáním nehmotných aktiv a goodwillem společnosti při téměř neměnných celkových aktivech.

Rentabilita celkových aktiv do roku 2015 vykazuje spíše podprůměrné hodnoty, které krom roku 2014 nepřesahují ani obecně doporučených 7 %. Avšak pro společnosti, které pro svou činnost musí využívat spoustu kapitálového majetku, mohou být hodnoty rentability nižší. V posledním roce díky nárůstu zisku ROA dosahovalo 12,74 %.

Stejně tak i rentabilita vlastního kapitálu dosahovala z počátku sledovaného období nižších hodnot. V roce 2016 pak dosáhla velmi dobré hodnoty, a to 22,42 %, což je pro akcionáře velmi pozitivní zpráva. V posledním roce GLW patřilo ve srovnání s ostatními společnostmi oboru diverzifikované elektroniky mezi společnosti s nejvyššími rentabilitami. (FINVIZ.com, 2017)

Zadluženost narostla za poslední čtyři fiskální roky o 10 procentních bodů, což je následkem lehce se snižujících aktiv a stejně tak lehce stoupajících cizích zdrojů. I navzdory této skutečnosti, je zadluženost stále v přijatelné výši i vzhledem k tomu, že je efektivnější používat v určitém poměru kombinaci vlastních a cizích zdrojů, jelikož cizí zdroje jsou levnější.

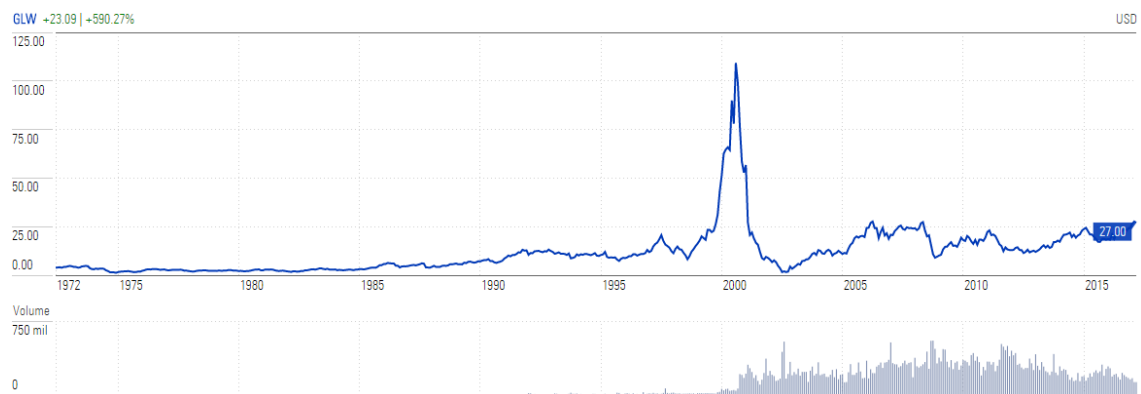
Velmi dobrou schopnost GLW dostát svým závazkům ukazuje i běžná likvidita, která sice od počátku analyzovaného období poklesla, avšak tento pokles je spíše pozitivní, jelikož příliš vysoká likvidita poukazuje na neefektivní využití oběžných aktiv a z toho plynoucí ztráty či ušlé zisky.



Graf 20: Srovnání výkonu akcie GLW a akciového indexu S&P 500

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Ve srovnání s akciovým indexem S&P 500, kterého je GLW součástí, si vede akcie GLW po celou dobu sledovaného období lépe a její celkový výkon je 109 % oproti téměř o polovinu nižšímu výkonu akciového indexu.



Graf 21: Vývoj tržní ceny akcie GLW

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Z grafu lze vyčíst, že akcie GLW měly v prvních 30 letech obchodování na burze stabilní mírné tempo růstu tržní ceny. V roce 2000 nastal raketový nárůst tržní ceny až na hranici 110 USD. Tento nárůst by následován stejně tak rychlým poklesem až na cenu 1,60 USD. Za posledních 10 let tržní cena spíše kolísá a drží se tak průměrně v rozmezí 10 až 25 USD.

Tabulka 18: Vnitřní hodnoty společnosti GLW

Ukazatel	FCFE	P/E	P/BV	DDM	Průměr
VH (v USD)	95,79	29,28	31,79	27,99	46,21
Bezpečnostní polštář %	71,96	8,26	15,50	4,02	41,88

Zdroj: vlastní zpracování

K 19. 4. 2017 dosahovala akcie GLW tržní ceny 26,86 USD. Všechny čtyři použité modely ocenili akcii GLW za podhodnocenou. Nejvyšší vnitřní hodnotu vykazoval zase model FCFE. Model DDM stanovil vnitřní hodnotu jen o 1 USD vyšší než je tržní cena, což značí férovou a správně oceněnou akcii. Celková stanovená vnitřní hodnota je 46,21 USD s bezpečnostním polštářem 41,88 %, což je přijatelná hodnota.

3.4.6 Superior Industries International Inc. (SUP)

Společnost Superior Industries International Inc. byla založena roku 1957 Louis L. Borickem v kalifornském městě Los Angeles pod názvem Superior. V současnosti s novým vedením společnost působí se sídlem ve městě Southfield ve státě Michigan. Společnost navrhuje a vyrábí hliníková kola pro výrobce OEM, tedy společnosti, které tyto výrobky prodávají a propagují pod svou značkou. Společnost vyrábí litá hliníková kola pro osobní automobily a lehká nákladní vozidla. Společnost provozuje pět výrobních závodů nacházející se v USA a Mexiku a zaměstnává kolem 3300 zaměstnanců. SUP má v oběhu 24 907 016 kusů akcií, kotovaných na New York Stock Exchange. Superior Industries International Inc. je také součástí akciového indexu S&P 600 Small Cap. V čele společnosti v současné době stojí Donald J. Stebbins. (Patria, 2017), (Reuters, 2017)

Superior Industries International Inc. se nachází v sektoru spotřebního zboží v odvětví výroby autodílů. Toto odvětví lze považovat za určitě za cyklické. Na amerických burzách je obchodováno v tomto odvětví 37 společností. Největší podíl zaujímá Johnson Controls International plc s tržní kapitalizací 39,96 miliard USD, což je téměř dvojnásobek druhé největší společnosti Delphi Automotive PLC (23,71 miliard). Superior Industries International Inc. s kapitalizací 608,54 milionů USD patří mezi společnosti s malým podílem v odvětví. (FINVIZ.com, 2017)

Za sledované čtyři hospodářské období celkové tržby společnosti poklesly o 7 %. Avšak navzdory tomu celkový čistý zisk vzrostl o 78 %. Je to dáno tím, že se společnosti daří

také snižovat náklady, a to rychleji než klesají tržby a hrubý zisk má tak rostoucí tendenci. Provozní zisk za analyzované období vzrostl o 57 %. Jedinou výjimkou je rok 2014, kdy zisk poklesl, a to z důvodu většího poklesu tržeb, než se povedlo společnosti zredukovat nákladů. (Superior Industries, 2017)

Tabulka 19: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti SUP

Ukazatel (v mil. USD)	2013	2014	2015	2016
Tržby	790	745	728	733
EBIT	35	18	36	55
EAT	23	9	24	41

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Superior Industries, 2017

Provozní cash flow měla za poslední roky rostoucí tendenci. Pozitivní je také fakt, že se společnosti podařilo snížit kapitálové výdaje, které představují v posledním roce už jen téměř polovinu provozního cash flow, a zbyde tak akcionářům více prostředků z provozní činnosti podniku na jeho rozvoj. Do roku 2015 byly přírůstky cash flow záporné, v posledním roce byl pak zaznamenán přírůstek 6 milionů USD. (Superior Industrie, 2017)

V následující tabulce je přehled nejdůležitějších ukazatelů společnosti SUP:

Tabulka 20: Přehled finančních ukazatelů společnosti SUP

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	19. 4. 2017
P/E	29,90	39,58	28,78	16,27	14,10
P/B	1,15	1,16	1,16	1,64	1,55
Dividendový výnos %	4,85	3,64	3,91	2,73	-
Dividenda	0,36	0,72	0,72	0,54	-
EPS	0,83	0,33	0,90	1,62	-
ROA %	3,64	1,43	4,28	7,64	-
ROE %	4,81	1,91	5,61	10,19	-
Celková zadluženost %	26,03	24,31	23,33	26,70	-
Běžná likvidita	3,88	3,83	3,32	2,95	-

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Superior Industries, 2017, FINVIZ.com, 2017 a Yahoo Finance, 2017

Společnost Superior Industries International Inc. má dlouhodobou historii vyplácení dividend. Výše dividend je proměnlivá a kolísavá, podle měnící se dividendové politiky společnosti a jejího finančního vývoje. Špatnou zprávou pro investory je klesající dividendový výnos, ale i tak v posledním fiskálním roce dosahuje docela slušných

2,73 %. Stejně tak jako kolísavá dividenda je i výplatní poměr. V roce 2014 byl výplatní poměr téměř 220 %, což bylo způsobeno náhlým poklesem zisku. V roce 2015 bylo akcionářům vyplaceno 80 % ze zisku a v posledním fiskálním roce 33 %.

Tržní cena vůči zisku dosahovala prvních letech sledovaného období vyšších hodnot. Tyto hodnoty mohli signalizovat budoucí růst zisků, což se potvrdilo. Roku 2016 pak nastal pokles ukazatele a v současné době dosahuje hodnoty 14,10, což je oproti P/E 20,94 v odvětví výrobců automobilových dílů nižší hodnota, která by mohla vypovídat o podhodnocení akcií SUP. Hodnota poměru P/B se pohybovala po celé období blízko jedné, což mohlo znamenat správně oceněnou akcii. V současnosti je P/B 1,55 což je stále přijatelná hodnota. (FINVIZ.com, 2017)

Celkový vývoj rentability aktiv společnosti je sice rostoucí, avšak dosahuje nízkých hodnot. V posledním hospodářském roce se povedlo dosáhnout ROA 7,64 %, což je lehce nad obecně doporučenou hranici.

Rentabilita vlastního kapitálu v průběhu posledních čtyř let také nedosahovala moc pozitivních výsledků. Nejméně lichotivá pro akcionáře byla v roce 2014, kdy převyšovala ROA jen o půl procentního bodu. V roce 2016 dosahuje rentability 10,19 %, což dvojnásobný nárůst za celé sledované období, avšak ve srovnání s odvětvím, které dosahuje rentability vlastního kapitálu 20,38 %, je výsledek ROE spíše nedostatečný. (Damodaran, 2017)

Celkovou zadluženost po celou dobu společnost držela na hranici 25 %. To pro investory znamená nízké věřitelské riziko, které je velmi stabilní. Stejně tak dobrý výsledek vykazuje i likvidita společnosti, která má sice díky snižujícím oběžným aktivům klesající trend, avšak stále se nachází na velmi uspokojivé hodnotě kolem 3.



Graf 22: Srovnání výkonu akcie SUP s akciovým indexem S&P 500

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Celkový výkon za sledované období byl oproti rostoucímu S&P 500 indexu po většinu času spíše nulový až záporný. Celkově však za sledované období tržní cena akcie SUP narostla o 12,35 %.



Graf 23: Vývoj tržní ceny akcie SUP

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 20117

První velký nárůst tržní ceny akcie SUP nastal v první polovině 90. let a poté v roce 2001, kdy cena protнула hranici 50 USD. Cena pak dlouho klesala až do roku 2009 na cenu okolo 10 USD. Od té doby tržní cena k 19. 4. 2017 vzrostla na 23,80 USD za akcii.

Tabulka 21: Vnitřní hodnoty společnosti SUP

Ukazatel	FCFE	P/E	P/BV	DDM	Průměr
VH (v USD)	78,46	13,63	13,12	26,67	32,97
Bezpečnostní polštář %	69,67	-74,60	-81,33	10,77	27,82

Zdroj: vlastní zpracování

Zvolené modely pro výpočet vnitřní hodnoty u akcie SUP vykazují rozporuplné výsledky. Ziskové modely založené na ukazatelích P/E a P/B stanovily akcii společnosti Superior Industries International Inc. jako nadhodnocenou, avšak DDM a zvláště model FCFE jako podhodnocenou. Výsledná průměrná vnitřní hodnota je stanovena na úrovni 27,82 USD s bezpečnostním polštářem 27,82 %.

3.4.7 Valero Energy Corporation (VLO)

Valero Energy Corporation je nezávislý rafinér ropy a etanolu. Společnost byla založena 8. června 1981 se sídlem v americkém státě Texas ve městě San Antonio. Hlavní podnikatelská činnost je výroba rafinované ropy a etanolu a marketingové aktivity spojené s touto činností. Dále společnost vlastní také kapitálovou společnost Valero Energy Partners LP, která zajišťuje logistické zařízení, jako jsou ropovody, terminály, nádrže, mořské doky atd. V současné době společnost provozuje 15 ropných rafinérií, 11 závodů na výrobu etanolu a zaměstnává okolo 10 000 zaměstnanců. Společnost je konstituentem akciového indexu S&P 500 a kotována na New York Stock Exchange, kde ponechává k obchodování 448 730 800 kusů akcií. Nejvyšším představitelem společnosti je Joseph Gorder. (Patria, 2017), (Reuters, 2017)

V sektoru základních materiálů a konkrétně v odvětví ropné a plynárenské rafinerie a marketingu je na amerických burzách kotováno 28 společností. Toto odvětví má cyklický charakter a je hodně ovlivněno pohybem cen ropy. Největší podíl zde s podílem 41,59 miliard USD zaujímá společnost Phillipps 66. Druhý největší podíl tržní kapitalizace zaujímá právě VLO, a to 29,64 miliardy USD, které je hned následováno společností Marathon Petroleum Corporation s kapitalizací 26,78 miliard USD. (FINVIZ.com, 2017)

Trend vývoje tržeb je od roku 2013 velmi nelichotivý, jelikož poklesly o 45 %. Zisk pak od roku 2013 do roku 2015 i přes klesající tržby narůstal, jelikož se společnosti dařilo stále zvyšovat hrubý zisk. V roce 2016 pak čistý zisk poklesl a dostal se na hodnotu z roku 2012. (Valero, 2017)

Tabulka 22: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti VLO

Ukazatel (v mil. USD)	2013	2014	2015	2016
Tržby	138074	130844	87804	75659
EBIT	3963	5902	6358	3572
EAT	2720	3630	3990	2289

Výkaz o peněžních tocích podává více pozitivnější informace. Provozní cash flow se po celou dobu kolem hranice 5 000 milionů USD. Dalším pozitivem jsou pak snižující se trend kapitálových výdajů, a tak mají akcionáři více prostředků na rozvoj společnosti. V konečném výsledku ve všech letech se kromě roku 2014 společnosti dařilo své peněžní prostředky navyšovat. (Valero, 2017)

Přehled nejdůležitějších ukazatelů je v následující tabulce:

Tabulka 23: Přehled finančních ukazatelů společnosti VLO

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	19. 4. 2017
P/E	11,38	6,94	7,44	14,20	13,01
P/B	1,48	1,24	1,57	1,52	1,44
Dividendový výnos %	1,66	2,12	2,40	3,51	-
Dividenda	0,85	1,05	1,70	2,40	-
EPS	4,97	6,85	7,99	4,94	-
ROA %	5,93	7,82	8,88	5,06	-
ROE %	11,62	13,68	15,60	9,40	-
Celková zadluženost %	58,82	54,61	53,71	56,63	-
Běžná likvidita	1,47	1,66	2,03	2,02	-

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Valero, 2017; FINVIZ.com, 2017 a Yahoo Finance, 2017

Společnost vyplácí dividendy nepřetržitě od roku 2000, což je pro akcionáře pozitivní. Pozitivní je také rostoucí trend, který byl narušen jen v období světové ekonomické krize, avšak dividendy se poté rychle vrátily na předešlou výši, a od roku 2012 rostou velmi rychlým tempem. Dividendový výnos se od roku 2013 více jak zdvojnásobil a dosahuje hodnoty 3,51 %, což dělá akcie VLO atraktivní. Hodnota EPS rostla až do roku 2015, kdy dosáhla velmi vysoké hodnoty 7,99 USD na akcii. V následujícím roce pak poklesla a vrátila se na téměř totožnou výši zisku na akcii z roku 2013, což je pro investory stále lákavé číslo. Pozitivní trend má také výplatní poměr, který v posledním fiskálním roce činil 49 %.

P/E ukazatel dosahoval po celé sledované období nízkých hodnot. V současné době jeho hodnota činí 13,01, což je oproti odvětví 20,23 nízká hodnota. Tato nízká hodnota by mohla nasvědčovat tomu, že je akcie špatně oceněna, a to pod její správnou hodnotu. Tuto domněnku by mohl potvrdit i ukazatel P/B, který splňuje podmínku menší hodnoty než 1,5.

Rentabilita celkových aktiv měla do roku 2015 rostoucí trend, avšak v posledním roce poklesem čistého zisku ROA klesla o 5,06 %. Stejný trend měla i rentabilita vlastního kapitálu. Ta pak v posledním roce dosahovala hodnoty 9,40 %. Ačkoliv se tyto hodnoty zdají být nízké a nedosahují ani obecně doporučených hodnot, v porovnání s odvětvím, kde dosahují hodnoty rentability velkých záporných nebo nízkých hodnot (maximálně do 2 %). Z tohoto pohledu lze pak společnost Valero Energy Corporation hodnotit velmi pozitivně. (Damodaran, 2017)

Celkovou zadluženost společnost drží stabilně po celé období nad hranicí 50 %, což je na hranici mezi průměrným a vyšším věřitelským rizikem. Velkou položkou dlouhodobých závazků jsou v posledních dvou letech kapitálové pronájmy společnosti, a také odložené daňové závazky, které společnost dlouhodobě drží kolem 7 000 milionů USD. Avšak vzhledem k charakteru podnikatelské činnosti, mají společnosti v tomto odvětví zadluženost velkou, a VLO tak v tomto porovnání dosahuje přijatelných hodnot. (FINVIZ.com, 2017)

Běžná likvida vykazovala rostoucí trend do roku 2012, kdy lehce překročila hodnotu 2 a tam se stabilizovala i v posledním roce sledovaného období. Stejně jako u ukazatele zadluženosti, i když je tato hodnota na hranici minimální doporučené hodnoty, v odvětví to představuje pozitivní výsledek, jelikož většina společností zde vykazuje likviditu nižší jak 2. Pozitivní také je, že VLO od roku 2013 se povedlo snížit jak oběžná aktiva, tak krátkodobé závazky s kladným efektem na likviditu společnosti. (FINVIZ.com, 2017)



Graf 24: Srovnání výkonu akcie VLO a akciového indexu S&P 500

Zdroj: převzato z Morningstar.com

Akcie Valero Energy Industries bylo výkonem téměř po celou dobu sledovaného období lepší než akciový index S&P 500, kterého je VLO součástí. Celkový výkon VLO za čtyři roky byl 83,18 %.



Graf 25: Vývoj tržní ceny akcie VLO

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Historický měsíční vývoj tržních cen společnosti VLO poukazuje na velkou fluktuaci. Jak již bylo výše zmíněno, toto odvětví je velmi citlivé. V grafu je vidět velká reakce na vývoj ekonomické situace, a to zejména v období ekonomické krize, kdy z historického maxima VLO nastal velký propad ceny. V posledních letech tržní cena VLO atakuje své historické maximum.

Tabulka 24: Vnitřní hodnoty společnosti VLO

Ukazatel	FCFE	P/E	P/BV	DDM	Průměr
VH (v USD)	890,78	98,70	81,05	66,17	284,17
Bezpečnostní polštář %	92,87	35,67	21,66	4,06	77,66

Zdroj: vlastní zpracování

Provedené výpočty vnitřní hodnoty akcie VLO hovoří jasně o tom, že je akcie by měla být podhodnocena a v budoucnosti by její tržní cena měla růst. Ve srovnání s tržní cenou 63,49 USD k datu 19. 4. 2017, jsou stanovené vnitřní hodnoty výrazně vyšší, a to hlavně u modelu FCFE. Jediný model DDM, který stanovil vnitřní hodnotu na úrovni 66,17 USD, vypovídá o správně oceněné akcii. Průměrná vnitřní hodnota akcie VLO je tak stanovena na 284,17 USD s bezpečnostním polštářem 77,66 %, což zajišťuje dostatečný prostor pro případ, že by nastaly neočekávané události.

3.4.8 Waddell & Reed Financial Inc. (WDR)

Holdingská společnost Wadell & Reed Financial Inc. vznikla 24. prosince 1981. Společnost je podílovým fondem a také správcovskou společností. Hlavní podnikatelskou činností WDR je správa investic, investiční poradenství, upisování investičních produktů a správu distribučních a akcionářských služeb podílových fondů. Svou činnost společnost provozuje pomocí distribuční sítě tvořené třetími stranami, jako jsou makléři, investiční poradci či různé penzijní platformy atd. Akcie holdingu jsou kotovány na New York Stock Exchange v počtu 83 709 000 kusů. WDR je také účastníkem akciového indexu S&P 600 Small Cap. Generálním ředitelem a hlavou společnosti je Philip Sandres. (Patria, 2017), (Reuters, 2017)

Holdings Wadell & Reed Financial působí ve finančním sektoru a konkrétně v odvětví správy majetku. V tomto velmi cyklickém odvětví je na amerických burzách kotováno 158 společností, z nichž největší podíl tržní kapitalizace má společnost Black Rock Inc., a to 63,08 miliard USD. WDR s tržní kapitalizací 1,48 miliard amerických dolarů patří mezi malé společnosti tohoto odvětví. (FINVIZ.com, 2017)

Tržby za roky 2014 a 2015 výrazně narostly. Tento nárůst byl následován poklesem o 18 % v posledním roce. Avšak při dlouhodobějším pohledu do historie tržeb společnosti jedná se o růstový trend, a již zmíněné roky by měly být brány jako anomálie. Stejně takového výsledku dosahuje i zisk společnosti, který je z dlouhodobého pohledu stabilní kolem hranice 150 milionů USD.

Tabulka 25: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti WDR

Ukazatel (v mil. USD)	2013	2014	2015	2016
Tržby	1370	1598	1517	1239
EBIT	1061	1268	1186	907
EAT	253	313	246	147

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Waddell & Reed Financial, 2017

Provozní cash flow se v posledních letech drželo v průměru kolem 250 milionů USD. V roce 2016 však pokleslo na 124 milionů USD. Celkové cash flow se společnosti v posledních čtyřech letech daří držet také na stabilní úrovni nad 500 milionů USD. Celkové změny cash flow za období tak nejsou moc velké. (Waddell & Reed Financial, 2017)

Následující tabulka obsahuje nejdůležitější finanční ukazatele WDR:

Tabulka 26: Přehled finančních ukazatelů společnosti WDR

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	19. 4. 2017
P/E	24,61	13,59	9,10	8,59	9,88
P/B	9,06	5,26	2,84	1,92	1,72
Dividendový výnos %	1,72	2,73	6,00	9,43	-
Dividenda	1,12	1,36	1,72	1,84	-
EPS	2,96	3,71	2,94	1,78	-
ROA %	20,32	22,00	16,01	9,92	-
ROE %	42,25	42,53	30,08	17,38	-
Celková zadluženost %	48,62	48,02	45,57	39,97	-
Běžná likvidita	3,18	3,27	2,75	3,68	-

Zdroj: vlastní zpracování dle dat Waddell & Reed Financial, 2017 a FINVIZ.com, 2017

Společnost Waddell & Reed Financial Inc. vyplácí dividendy nepřetržitě od roku 1998. Dividendy mají růstový trend, což je pro investory pozitivním faktem. Velmi atraktivní je pak dividendový výnos, který se v posledním roce vyšplhal až na 9,43 %, co je velmi atraktivní. EPS je, jak bylo již zmíněno u interpretace zisku, v dlouhodobém horizontu stabilní a pozvolně růstové.

Hodnota poměru P/E se v posledních dvou fiskálních letech drží na doporučených hodnotách. Oproti akciového indexu S&P 500 (P/E 25,26) je hodnota v současné době více jak o polovinu nižší. Oproti odvětví, které dosahuje průměrného P/E 16,20 už tak nízké není, avšak stále by to mohl být signál podhodnocené akcie. Ukazatel P/B také v čase klesal a nyní dosahuje hodnoty 1,72, což je stále lehce vyšší hodnota, než by měl být ideální stav. Avšak ve srovnání se společnostmi v odvětví lze tuto hodnotu považovat za nízkou a pozitivní. (FINVIZ.com, 2017)

Rentabilita aktiv za sledované období poklesla o polovinu, což není moc příznivé, avšak vysoká rentabilita je způsobena velkým nárůstem zisku, který společnost do roku 2016 neudržela. Rentabilita vlastního kapitálu také poklesla, a to o více jak polovinu za celé sledované období až na hodnotu 17,38 %. I přes to, že ROA i ROE poklesla, dosahují stále obecně doporučených výsledků. Ve srovnání s odvětvím správy majetku, které dosahuje rentability vlastního kapitálu 10,85 %, je to velmi pozitivní výsledek. (Damodaran, 2017)

Celková zadluženost po dobu sledovaného období klesla o téměř 10 procentních bodů, což je dáno poklesem celkových závazků společnosti o 13,5 %. Celková zadluženost společnosti lze klasifikovat jako průměrné věřitelské riziko, což je vzhledem charakteru podnikatelské činnosti společnosti dobrý výsledek.

Běžná likvidita se po většinu analyzovaného období nachází nad hodnotou tři, což zajišťuje společnosti velmi dobrou schopnost platit své závazky svým věřitelům. Avšak vzhledem k tomu, že se jedná o finanční společnost, které mají jinou strukturu rozvahy, může být tato hodnota zavádějící a nemusí mít tak velkou vypovídací schopnost.



Graf 26: Srovnání výkonu akcie WDR a akciového indexu S&P 500

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Z grafu lze vyčíst, že se tržní cena akcie WDR oproti akciovému indexu S&P 500, který reprezentuje ekonomiku USA, hodně vychyluje. Od začátku roku 2013 ceny poklesly o 52 %.



Graf 27: Vývoj vnitřní hodnoty společnosti WDR

Zdroj: převzato z Morningstar.com, 2017

Největší nárůst tržní ceny společnosti WDR započal v roce 2009 a s končil v roce 2013, kdy dosáhl svého maxima těsně pod hranicí 75 USD. Od té doby cena prudce klesala a v současné době se pohybuje na úrovni svého historického minima.

Tabulka 27: Vnitřní hodnoty společnosti WDR

Ukazatel	FCFE	P/E	P/BV	DDM	Průměr
VH (v USD)	63,13	27,86	27,66	25,11	35,94
Bezpečnostní polštář %	72,69	38,12	37,68	31,34	52,03

Zdroj: vlastní zpracování

U akcie společnosti WDR dosahují vypočtené vnitřní hodnoty docela velkého bezpečnostního polštáře ve všech použitých modelech. Nejvyšší vnitřní hodnota byla stanovena metodou založenou na bázi cash flow. Výsledná vnitřní hodnota tak byla stanovena na úrovni 35,94 USD, která má oproti tržní ceně 17,24 USD k 19. 4. 2017 bezpečnostní polštář ve výši 52 %. Akciový instrument tak lze označit za podhodnocený.

3.4.9 Mezipodnikové srovnání

Pro sestavení portfolia je vhodné porovnat mezi sebou potenciální investiční kandidáty na základě určitých stanovených kritérií. Srovnávací matice, pak určí pořadí akciových titulů od nejvýhodnějších po ty nejméně výhodné. Pro srovnání budou autorem práce určena kritéria, která by měla být rozhodující pro naplnění hodnotové filozofie investování, a to:

- Bezpečnostní polštář (BP) – je vhodné zařazovat do portfolia pouze podhodnocené akcie, tedy ty které mají bezpečnostní polštář. Ten slouží k tomu, aby měl investor určitý manévrovací prostor, pokud by nastala nějaké nenadálá negativní situace. Vzhledem k velké důležitosti se přikládá váha 3 a charakter (+1), jelikož čím větší bezpečnostní polštář je, tím lépe.
- ROE – je jeden z nejdůležitějších ukazatelů pro investory, který měří návratnost vlastního kapitálu a efektivnost společnosti. Váha je stanovena na hodnotu 2 a charakter (+), jelikož je žádoucí vyšší efektivnost.
- P/E a P/B – pro hodnotový přístup to jsou jedny z hlavních ukazatelů, který by měly být co nejnižší. Nízká hodnota může signalizovat, že daný akciový instrument je podhodnocený. Pro tyto kritéria je stanovena váha 1 a charakter (-), jelikož jsou žádoucí nízké hodnoty.

- Dividendový výnos (DV) – vzhledem k tomu, že hodnotová filozofie se nezaměřuje primárně na růstové akcie, je brán v potaz i dividendový výnos, jelikož se počítá s dlouhodobější držbou akcie. Dividendová politika vypovídá také o kvalitě managementu a vztahu k akcionářům. Váha je stanovena na hodnotu 2 a charakter kritéria je (+).

Pro srovnání je využito dvou metod srovnávacích matic, a to metody váženého součtu pořadí a metody váženého podílu. V následující tabulce jsou výchozí hodnoty vybraných ukazatelů. Pro ukazatele P/E a P/B byly použity hodnoty k 19. 4. 2017.

Tabulka 28: Výchozí matice mezipodnikového srovnání

Ticker	BP	ROE	P/E	P/B	DV
CATO	56,19	11,16	13,22	1,55	5,97
ELY	28,72	36,76	5,99	1,86	0,36
FF	-126,9	15,47	11,33	1,93	1,73
GLW	41,88	22,42	8,41	1,64	2,22
SUP	27,82	10,19	14,10	1,55	2,73
VLO	77,66	9,4	13,01	1,44	3,51
WDR	52,03	17,38	9,88	1,72	9,43
Váhy	3	2	1	1	2
Charakter	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)

Zdroj: vlastní zpracování

V následující tabulce je zobrazena výsledná matice metody váženého součtu pořadí. Každé společnosti u každého ukazatele byly přiřazeny body od 1 do 7 podle toho, jak si vedli ve srovnání s ostatními podniky. Dle vzorce (1.2) byla poté vypočten konečný součet a na základě něho bylo pak určeno pořadí.

Tabulka 29: Matice metody váženého součtu pořadí

Ticker	BP	ROE	P/E	P/B	DV	Součet	Pořadí
CATO	6	3	2	5,5	6	43,5	2.
ELY	3	7	7	2	1	34	5.
FF	1	4	4	1	2	20	7.
GLW	4	6	6	4	3	40	4.
SUP	2	2	1	5,5	4	24,5	6.
VLO	7	1	3	7	5	43	3.
WDR	5	5	5	3	7	47	1.
Váhy	3	2	1	1	2	3 + 2 + 1 + 1 + 2 = 9	
Charakter	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)		

Zdroj: vlastní zpracování

Druhou metodou je seřazení společností dle váženého podílu, jejíž výsledná matice je v následující tabulce. Nejdříve byl spočítán aritmetický průměr pro každý ukazatel. Poté byla dle vzorce (1.2) spočtena hodnota každé společnosti pro každý ukazatel. Následně pak dle vzorce (1.3) byla stanovena výsledná hodnota integrálního ukazatele a na jeho základě je určeno pořadí společností.

Tabulka 30: Matice metody váženého podílu

Ticker	BP	ROE	P/E	P/B	DV	Součet	Průměr	Pořadí
X_p	22,49	17,54	10,85	1,67	3,71			
CATO	7,50	1,27	0,82	1,08	1,61	30,15	3,35	3.
ELY	3,83	4,19	1,81	0,90	0,10	22,78	2,53	5.
FF	-16,93	1,76	0,96	0,87	0,47	-44,51	-4,95	7.
GLW	5,59	2,56	1,29	1,02	0,60	25,38	2,82	4.
SUP	3,71	1,16	0,77	1,08	0,74	16,78	1,86	6.
VLO	10,3	1,07	0,83	1,16	0,95	37,11	4,12	1.
WDR	6,94	1,98	1,10	0,97	2,54	31,95	3,55	2.
Váhy	3	2	1	1	2	3 + 2 + 1 + 1 + 2 = 9		
Charakter	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)			

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledných matic je patrné, že každá metoda nabízí mírně odlišné výsledky. Výhodou druhé použité metoda je, že bere v potaz odchylku od aritmetického průměru a do výpočtu tak zahrnuje i o kolik je společnost v daném kritériu lepší než ostatní.

3.5 Souhrnné hodnocení provedené fundamentální analýzy

Globální analýza hovoří v celku ve prospěch investorů. Reálný výstup ekonomiky Spojených států amerických by si měl minimálně v následujících dvou letech držet rostoucí trend, což je velmi pozitivní pro růst akciových titulů. Tento dlouhodobý rostoucí trend potvrzují také americké akciové indexy, které dlouhodobě rostou a v současnosti dosahují svých historických maximálních hodnot. Tuto skutečnost je však nutné brát na zřetel, jelikož se ekonomika chová cyklicky, a mohl by tak v budoucnu nastat alespoň mírný pokles cen. Velmi pozitivní by také mohlo být snížení federální daně ze zisku právnických osob, které nově zvolený americký prezident Donald Trump sliboval ve své kampani. Kladný je také predikovaný vývoj inflace a stabilita přílivu zahraničního kapitálu. Jediným negativem je zahájení zvyšování úrokových sazeb FEDem, které mají dále stoupat, což by podporovalo spíše trh s dluhopisy a mělo tak vliv na pokles tržních

cen akcií. Avšak úrokové sazby se zatím drží na historických minimech a narůst není prozatím tak velký, aby výrazně ohrožoval akciový trh.

Ze všech pěti analyzovaných odvětví je většina ze své podstaty cyklická a vyvíjí se tak v souladu s ekonomikou státu. Jediné odvětví konzumního zboží má podobory neutrální či anticyklické. Nejvíce společností kotovaných na burzách má odvětví finanční, což zaručuje velkou konkurenci mezi společnostmi a více dynamický a rozvíjející se trh, avšak také případná nestabilita společností. Podobná situace by měla panovat i v odvětví služeb a technologií. Analyzované sektory jsou také velmi likvidní, krom odvětví konzumního zboží, které dosahuje polovičních objemů zobchodovaných kontraktů. Nejvýnosnějším odvětvím co se týká dividend, jsou základní materiály s průměrným dividendovým výnosem 3,36 %. Dále pak odvětví konzumního zboží a finanční, které dosahují průměrného výnosu okolo 2,40 %. Co se týká celkové výkonnosti odvětví, tak nejlépe si vedl sektor technologií s růstem 25,3 % a financí s růstem 22,9 %. Negativem jsou pak vyšší hodnoty P/E s očekávaným poklesem do příštího roku, což by mohlo napovídat celkovému poklesu tržních cen akcií.

Dle srovnání společností mezi sebou na základě stanovených kritérií vyhovujících hodnotové filozofii se dají jako nejvhodnější společnosti pro investici hodnotit společnost Valero Energy Corporation, Waddell & Reed Financial Inc., The Cato Corporation. Tyto společnosti při mezipodnikovém srovnání dosáhly v obou metodách rozdílného pořadí. Velkým pozitivem těchto společností je, že bezpečnostní polštář, který nabízí vnitřní hodnota jejich akcií je dostatečně velká a dosahuje tak doporučené minimální úrovně 50 %. Největší bezpečnostní polštář je u akcií VLO, a to 77,66 %. Společnost nabízí také slušný dividendový výnos, a to přes nejnižší efektivitu vlastního kapitálu ze všech výše analyzovaných společností. Nejvyšší dividendový výnos, který je pro investory velmi atraktivní, nabízí společnost WDR, a to ve výši 9,43 %. Podhodnocenost akcie je také potvrzeno nízkým poměrem P/E. Výrazně podhodnocená akcie je také u společnosti CATO, která má také nízké poměry tržní ceny vůči zisku a účetní hodnotě akcie vysoký dividendový výnos 5,97 %. Horší výsledek pak vykazuje v rentabilitě vlastního kapitálu, která v posledním roce poklesla. V obou použitých metodách srovnání se na čtvrté pozici umístila společnost Corning Incorporated, která dosahuje vyrovnaných výsledků ve všech kritériích. Bezpečnostní polštář sice nepřesahuje minimální hranici 50 %, avšak stále nabízí dostatečný prostor. Dividendový výnos 2,22 % je spíše průměrný, avšak ve

srovnání se sektorem technologií se jedná o slušný výnos. Společnosti ELY a SUP nenabízí pro hodnotové investory moc velký prostor mezi jejich vnitřní hodnotou a tržní cenou, což je jejich hlavním negativem. I přesto, že ELY je ze všech srovnávaných společností nejvíce rentabilní z pohledu vlastního kapitálu, nabízí nejmenší dividendový výnos, a to pouze 0,36 %. Nejhůře hodnocenou společností je FutureFuel Corporation, která je jako jediná ze všech analyzovaných akcí nadhodnocená a pro investici tak nemá význam.

4 Vlastní návrhy řešení

Tato část diplomové práce se bude zabývat investičním doporučením autora práce, jaké z výše analyzovaných společností na základě výsledků hospodaření je vhodné zařadit do akciového portfolia při uplatnění hodnotové filozofie a v jakém poměru.

4.1 Výběr společností do portfolia

Na základě provedených analýz v analytické části této diplomové práce byly pro zařazení do portfolia navrženy následující společnosti:

- Waddel & Reed Financial Inc. – WDR,
- Valero Energy Corporation – VLO,
- The Cato Corporation – CATO,
- Corning Incorporated – GLW.

Společnost **Waddel & Reed Financial Inc.** se v mezipodnikovém porovnání umístila na 1. a 2. místě u obou použitých metod srovnávání a lze ji tak dle těchto metod hodnotit za nejvýhodnější investici. Společnost působí ve finančním sektoru, který má dobré předpoklady pro rozvoj společnosti, avšak s větším rizikem konkurence. Z dlouhodobého hlediska vykazuje WDR stabilní zisky a cash flow. Bezpečnostní polštář 52,03 % splňuje doporučenou výši, což je pro hodnotovou filozofii velmi důležité, stejně tak jako atraktivita dividendového výnosu, který činí 9,43 %. Co se týká efektivity, je společnost ve svém oboru nadprůměrná. Stejně tak je vzhledem k charakteru podnikání společnost finančně zdravá s klesajícím trendem zadlužení, což je velmi pozitivní. O kvalitě managementu a dobrého vztahu k akcionářům vypovídá také rostoucí výplatní poměr. Akcie této společnosti se tak jeví jako nejvýhodnější investice a měla by být zastoupena v portfoliu největším podílem.

Další společností, která je považována za vhodnou investici do portfolia je **Valero Energy Corporation**, podnikající v ropné rafinerii, kde má s kapitalizací téměř 30 miliard USD dominantní postavení. I když se zdá, že VLO oproti ostatním analyzovaným společnostem pokulhává v ukazatelích rentability a finančního zdraví, tak ve svém oboru dosahuje velmi nadprůměrných výsledků, což je hodně podstatné. Výrazným pozitivem je bezpečnostní polštář dosahující 77,66 %, a také 3,51 % dividendový výnos. To že by akcie měla být podhodnocená, potvrzují i poměry P/E

a P/B, které jsou vzhledem k oborovému a odvětvovému průměru nízké. Dobrým indikátorem dobré investice je také rostoucí výplatní poměr, který dosahuje hodnoty okolo 50 %, což je vzhledem ke kapitálové náročnosti podnikání VLO slušná hodnota. Výhodnost této akcie je tak srovnatelná s akcií společnosti WDR.

The Cato Corporation podnikající jako prodejce oděvů, je finančně zdravou společností, což je pro investory velmi pozitivní. Bezpečnostní polštář je 56 %, který z akcie dělá poměrně bezpečnou investici. Poměr tržní ceny akcie k zisku je vůči oboru nízký a potvrzuje tak levnou akcii. CATO se také může pochlubit také relativně vysokým výplatním poměrem, který v posledním roce činí 77 % a dividendovým výnosem 5,97 %, což je lákavé číslo. Jediným negativem je pokles zisku v posledním roce a tím i rentability, a to hlavně rentability vlastního kapitálu, která dosahuje v odvětví mírně podprůměrného výsledku. Vzhledem k tomuto faktu by tato akcie nemusela být zařazena do portfolia ihned, ale jen sledována a na základě budoucího vývoje pak eventuálně zařazena do portfolia.

Poslední vyhovující společností je **Corning Incorporated**, podnikající jako výrobce diverzifikované elektroniky. Působí tak na dynamickém trhu, což by mohlo vést vzhledem k dobrým finančním ukazatelům k budoucímu rozvoji společnosti. I když GLW skončilo v mezipodnikovém srovnání na čtvrtém místě, vykazuje dobré výsledky a je vhodnou investicí do portfolia. U akcie GLW je vypočítán bezpečnostní polštář 41,88 %, což není nad doporučených 50 %, avšak stále to poskytuje investorovi dostatek prostoru. Tato skutečnost je pak vyváжена dobrou finanční stabilitou a růstovým trendem zisků. I když v minulosti byla rentabilita společnosti nízká, tak v posledním roce nastal velký vzestup na velmi dobré hodnoty a je očekávaný další růst. I přes to, že dividendový výnos je 2,22 %, je výhodnost této investice hodnocena jako třetí nejvýhodnější. V portfoliu by této akcii mě patřit nejmenší podíl.

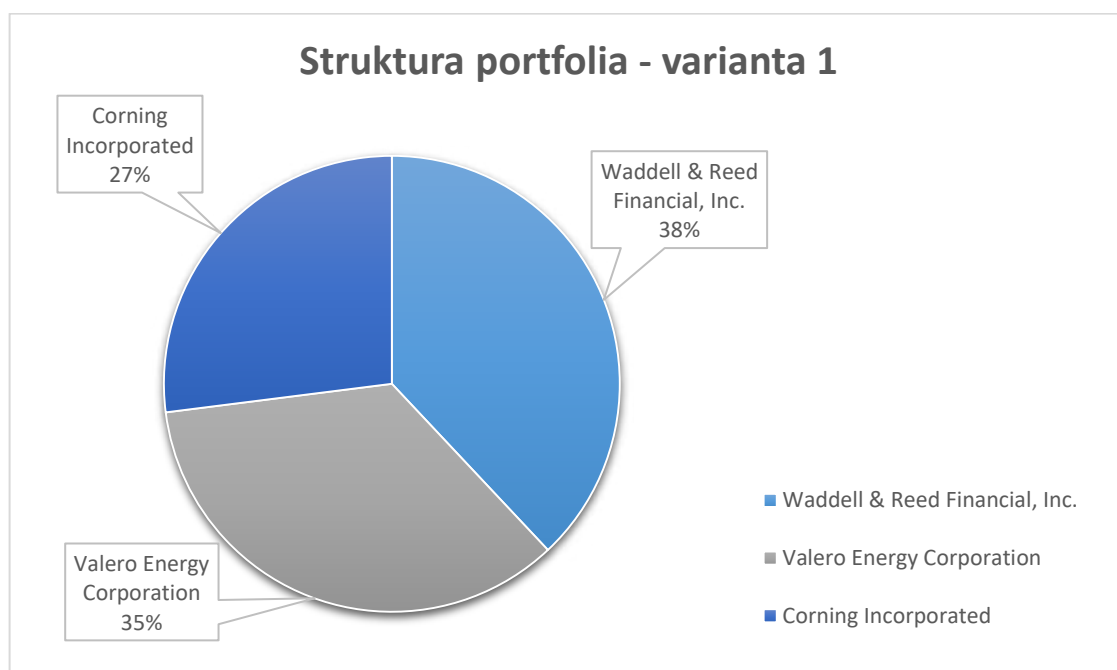
Jako nevhodné tituly pro investování a zařazení do portfolia se jeví akcie společností Callway Golf Company, Superior Industries International Inc. a FutureFuel Corporation. Hlavním důvodem je vzhledem k velkému důrazu na bezpečnostní polštář vnitřní hodnota jejich akcií. Společnosti ELY a SUP sice vykázali vnitřní hodnotu stanovenou na základě průměru několika výpočtů vyšší než tržní cenu, avšak některé modely označili akcie za nadhodnocené. A právě tato nestabilita tak zvyšuje riziko nesprávného stanovení vnitřní

hodnoty. Společnost FutureFuel byla jako nadhodnocená oceněna všemi použitými modely a pro investici je nevhodná.

4.2 Složení a struktura portfolia

Vzhledem k tomu, že hodnotoví investoři se snaží kupovat akcie společností s účelem dlouhodobého horizontu jejich držby (v průměru 5 let) a co nejvíce se vyhnout spekulacím, mělo by být v celkovém kompletním portfoliu obsaženo okolo 12 až 15 akciových titulů. Do jednoho titulu je pak vhodné investovat okolo 7 % až 10 % svého kompletního portfolia. To znamená, že hodnotovému investorovi by mělo stačit najít za jeden rok okolo tří vyhovujících akcií. (Gladiš, 2004)

V této kapitole budou autorem práce navrženy dvě možnosti sestavení portfolia na základě výše provedených závěrů analýz hospodaření vybraných emitentů. Tyto návrhy jsou dělány primárně jako tvorba nového akciového portfolia, avšak doporučení lze použít i do již stávajících portfolií, kde budou vybrané akciové tituly zařazeny ve stanovených poměrech z celkové investované peněžní částky. V následujícím výšečovém grafu je znázorněna struktura první varianty portfolia.

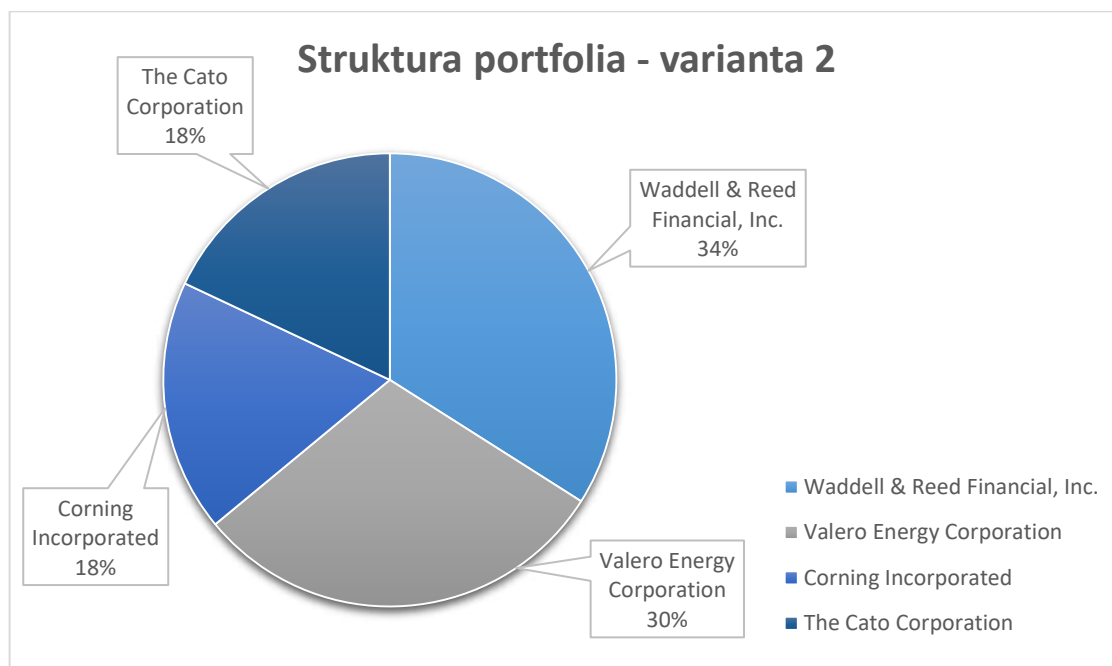


Graf 28: Struktura portfolia - varianta 1

Zdroj: vlastní zpracování

Do první varianty jsou zařazeny tři společnosti, a to Waddell & Reed Financial Inc. (WDR), Valero Energy Corporation (VLO) a Corning Incorporated (GLW). Společnosti WDR a VLO jsou zastoupeny v portfoliu největším, téměř totožným podílem. Jak již bylo psáno v předchozí kapitole, obě společnosti vykazují velmi dobré finanční výsledky, na jejichž základě jsou hodnoceny jako nejvýhodnější investice. Akcie WDR má v portfoliu zastoupení o 3 procentní body vyšší, což je dáno jejím atraktivním dividendovým výnosem. Nespornou výhodou jsou také jejich poměrně velké bezpečnostní polštáře mezi jejich tržní cenou a vnitřní hodnotou, což pozitivně snižuje riziko portfolia. Pro investici do akcie GLW je doporučeno použít 27 % portfolia, jelikož společnost má sice stabilní, avšak nižší dividendový výnos. Dobré finanční ukazatele však slibují růst společnosti v budoucnosti.

I když je hodnotová filozofie založena na splnění všech investorem zadaných kritérií a hodnot, je občas možné udělat i výjimku, jelikož najít akcie, které by byly ideální je téměř nemožné. Malé vychýlení určitého ukazatele tak nemusí znamenat nutně špatnou investici, pokud je ostatními ukazateli kompenzována. Následující graf ukazuje rozložení druhé varianty portfolia.



Graf 29: Struktura portfolia - varianta 2

Zdroj: vlastní zpracování

V druhé možnosti sestavení portfolia je zahrnuta i společnost The Cato Corporation (CATO), u které díky poklesu ROE v posledním roce pod oborový průměr bylo doporučeno sledovat její vývoj a zařadit do portfolia později. Druhou možností je právě zařadit její akcie do portfolia ihned, jelikož ostatní fundamenty vykazují celkem přijatelné hodnoty. V této variantě je také největší prostor portfolia vyhrazeno akciím společnosti WDR (34 %) a VLO (30 %). CATO a GLW mají v portfoliu podíl 18 %, což je autorem práce stanoveno jako minimální hranice, která má pro investici ještě význam. Poslední dvě zmíněné společnosti dosahují v mezipodnikovém srovnání celkem podobných výsledků. Horší ROE společnosti CATO je tak kompenzována dividendovým výnosem 5,97 %.

4.3 Výnosy a poplatky portfolia

V této kapitole budou zmíněny výnosy a poplatky, které plynou z držby výše stanovených variant portfolií. V následující tabulce je vyčíslen roční hrubý dividendový výnos první varianty portfolia. Tržní cena akcií je uvažována k datu 19. 4. 2017.

Tabulka 31: Dividendová výnosnost - varianta 1

Ticker	Poměr v %	Očekávaná dividenda (v USD)	Tržní cena	DV v %
WDR	38	1,92	17,24	6,22
VLO	35	2,54	63,49	
GLW	27	0,58	26,86	

Zdroj: vlastní zpracování

Roční hrubý dividendový výnos druhé varianty portfolia je zpracovaný v následující tabulce. Ceny akcií jsou také aktuální k datu 19. 4. 2017.

Tabulka 32: Dividendová výnosnost - varianta 2

Ticker	Poměr v %	Očekávaná dividenda (v USD)	Tržní cena	DV v %
WDR	34	1,92	17,24	6,47
VLO	30	2,54	63,49	
GLW	18	0,58	26,86	
CATO	18	1,33	22,09	

Zdroj: vlastní zpracování

Očekávaná dividenda byla v obou případech stanovena za pomoci již dříve vypočítané míry tempa růstu dividend, použitého pro výpočet vnitřní hodnoty. První varianta dosahuje očekávaného dividendového výnosu 6,22 % a druhá varianta 6,47 %. Lehce vyšší dividendová výnosnost druhé varianty portfolia je způsobena tím, že společnost The Cato Corporation má z analyzovaných společností druhý nejvyšší výnos. Na to, že portfolia hodnotových akcií nejsou tvořena primárně jako dividendová, je dividendový výnos vyšší než úroky státních dluhopisů či termínovaných vkladů. Je to však vykoupenu rizikovější podstatou akciových instrumentů, a to i přesto, že hodnotové akcie jsou méně rizikové než akcie růstové.

V následující tabulce je vypočítán očekávaný hrubý roční kapitálový výnos první varianty portfolia. Očekávaná výnosová míra byla stanovena pomocí vzorce (1.9). Ceny akcií jsou aktuální k datu 19. 4. 2017.

Tabulka 33: Kapitálový výnos - varianta 1

Ticker	Poměr v %	Očekávaná výnosová míra %	Tržní cena	KV v %
WDR	38	11,40	17,24	9,99
VLO	35	8,58	63,49	
GLW	27	9,84	26,86	

Zdroj: vlastní zpracování

Očekávaný roční kapitálový výnos druhé varianty výše složeného portfolia je vyčíslen v tabulce 34. Pro výpočet byly použity tržní ceny akcií k 19. 4. 2017.

Tabulka 34: Kapitálový výnos - varianta 2

Ticker	Poměr v %	Očekávaná výnosová míra %	Tržní cena	KV v %
WDR	34	11,40	17,24	9,75
VLO	30	8,58	63,49	
GLW	18	9,84	26,86	
CATO	18	8,50	22,09	

Zdroj: vlastní zpracování

Vyšší kapitálový výnos nabízí struktura portfolia varianty první, a to 9,99 %. Je to dáno tím, že akcie CATO má nejnižší očekávanou výnosovou míru ze všech akcií zařazených do portfolií. Snížením poměru zastoupení akcií WDR v portfoliu, která má nejvyšší

výnosnost, tak klesla i celková výnosnost druhé varianty portfolia. Celková očekávaná výnosnost obou portfolií je téměř totožná. Výnosová míra plynoucí z první varianty portfolia je 16,21 % a z druhé varianty 16,22 %.

Dále je nutné zmínit, že z dividendového, ale i kapitálového příjmu je povinností investora zaplatit daň. Příjmy nezdaněné v zahraničí se jako příjem uvádí do daňového přiznání k dani z příjmu fyzických osob v České republice, pokud je investor rezidentem České republiky. Pokud jsou příjmy z držby akcií v zahraničí zdaněny, je vhodné mít od zahraničního správce daně potvrzenou zaplacenou daň z příjmů a její výši, jelikož Česká republika má s USA smlouvu o zamezení dvojího zdanění. V tomto případě lze poté provést zápočet daně. Daň z příjmů v České republice činí 15 %. (MFČR, 2017), (Finanční správa, 2017)

Další poplatky jsou pak placeny za služby finančních institucí při nákupu akcií do portfolia. Ty se liší podle toho, jakého brokera a služby daný investor využívá. Poplatky se odvíjejí od množství nakoupených akcií, způsobu zadání pokynu k nákupu a dalších služeb, které brokeři nabízejí. Je proto nutné pečlivě zvážit jaký objem finančních prostředků na investici použít, aby byla celková investice co nejefektivnější.

4.4 Výkonnost portfolia

Výhodnost portfolia nelze správně posoudit pouze na základě jeho očekávaných kapitálových a dividendových výnosů, jelikož ty v sobě nezahrnují riziko. Porovnání výkonosti portfolia k jeho riziku pomocí Treynorova poměru, vzorec (1.15), je zaznamenáno v následující tabulce. Bezriziková úroková míra je dána desetiletým průměrem výnosů desetiletých amerických státních dluhopisů dle Damodarana (2017).

Tabulka 35: Srovnání výkonnosti variant portfolia

Portfolio	Očekávaná výnosnost v %	Bezriziková úroková míra v %	Beta	Výkonnost v %
Varianta 1	16,21	5,03	1,34	8,38
Varianta 2	16,22	5,03	1,26	8,85

Zdroj: vlastní zpracování

Z provedených výpočtů vychází jako nejvýhodnější druhá varianta portfolia, která dosáhla vyšší míry výnosu vzhledem k systematickému riziku (tržnímu riziku) daného portfolia, reprezentované koeficientem Beta. Pokud by dle Treynorova poměru bylo

počítáno pouze s očekávanými dividendovými výnosy nebo kapitálovými výnosy, výsledek by byl stejný a nejvýkonnějším portfoliem by byla stále varianta druhá.

4.5 Správa portfolia

Portfolio sestavené z hodnotových akcií je sestaveno tak, že by jeho správa neměla zabírat velké množství času. Počítá se s tím, že akcie by měla v portfoliu vydržet v průměru pět let. Vhodné je v průběhu roku se o společnosti zařazené v portfoliu zajímat a sledovat jejich vývoj. Pokud by akcie společnosti zahrnutá v portfoliu přestala splňovat stanovené kritéria či by její rozptyl mezi tržní cenou a vnitřní hodnotou přestával být dostatečně velký, měl by investor začít uvažovat o jejím prodeji. Prodej by však nikdy neměl být vyvolán rychlými a netrpělivými ziskovými pohnutkami investora, jelikož vybrané akcie by měly růst stabilně v čase a transakce by tak měly být v delším časovém horizontu. Z tohoto důvodu hraje u hodnotové filozofie velkou roli trpělivost. Několikrát do roka je vhodné provést hodnotový screening a pokusit se hledat nové potenciálně vhodné akcie pro obnovení či rozšíření portfolia. Jak již bylo výše zmíněno, hodnotovému investorovi by mělo stačit najít ročně okolo vhodných 3 investic.

Závěr

Hlavním záměrem této diplomové práce bylo sestavení akciového portfolia pro drobného investora na základě fundamentální analýzy. Největší důraz byl kladen zejména na firemní analýzu, kde byli jednotliví emitenti hodnoceni na základě hospodářských výsledků. V samotném závěru práce byly navrženy dvě možné varianty struktury portfolia.

V první části práce byla popsána teoretická východiska týkající se finančních trhů, akcií, fundamentální analýzy a investičních filozofií. Dále zde byly rozebrány jednotlivé části fundamentální analýzy a metody, které se používají pro porovnávání a analyzování akciových instrumentů. Teoretická část byla založena hlavně na pramenech odborné literatury.

Praktická část se zabývala samotnou fundamentální analýzou akciových instrumentů kotovaných na kapitálovém trhu Spojených států amerických. Celá analytická část byla postavena na hodnotové investiční filozofii, na základě které probíhal výběr akcií a sestavení portfolia. Nejprve byl celý americký akciový trh podroben hodnotové screeningu pomocí aplikace FINVIZ.com, která na základě stanovených kritérií vyselektovala pouze sedm společností, tedy sedm potenciálních kandidátů pro zařazení do portfolia.

Následovala makroekonomická analýza Spojených států amerických, kde byly analyzovány hlavní makroekonomické agregáty. Poté byla zpracována další část fundamentální analýzy, a to sektorová analýza. Zde byly rozebrány sektory, ve kterých působí vybrané společnosti, dle základních charakteristik a fundamentů. Celkově byly provedené analýzy docela pozitivní, avšak je nutné brát na zřetel, že hlavní americké akciové indexy dosahují maximálních hodnot. Tuto skutečnost také podporují vyšší hodnoty ukazatele P/E v odvětví a jejich očekávaný pokles, což by mohlo signalizovat bublinu na americkém akciovém trhu.

Poslední a stěžejní část analytické části byla analýza vybraných společností na základě jejich hospodářských výsledků. Každá společnost zde byla charakterizována a podrobena základní finanční analýze. Dále pak byla stanovena každé akcií vnitřní hodnota

a bezpečnostní polštář, který je pro hodnotovou filozofii velmi důležitý. Následně byly společnosti mezi sebou porovnány dle stanovených kritérií.

Ze sedmi analyzovaných společností prošly pouze čtyři, které jsou vhodnou investicí do portfolia, a to Waddell & Reed Financial Inc. (WDR), Valero Energy Corporation (VLO), Corning Incorporated (GLW) a The Cato Corporation (CATO). Zbývající tři společnosti byly vyřazeny na základě nevyhovující vnitřní hodnoty jejich akcií. V závěrečné části byly sestaveny dvě varianty portfolia. Varianta 1 obsahuje WDR (38 %), VLO (35 %) a CATO (27 %) a varianta 2 zahrnuje WDR (34 %), VLO (30 %), GLW (18 %) a CATO (18 %). Při zohlednění systematického rizika pomocí Treynorova poměru vychází jako nejvýkonnější varianta druhá s výkonností 8,85 %.

Pro drobného investora je tedy nejvhodnější možností investovat do druhé varianty portfolia. Portfolio je navrženo pouze jako struktura doporučených poměrů zastoupených akcií. Velikost objemu peněžních prostředků investovaných do portfolia závisí na samotném investorovi, který musí zvážit dodatečné náklady za služby brokera, kurzová rizika a další.

Seznam použitých zdrojů

Callaway Golf Company. Annual Reports. *Callaway* [online]. ©2017 [cit 2017-05-02]. Dostupné z: <http://ir.callawaygolf.com/phoenix.zhtml?c=68083&p=irol-reportsAnnual>

Callaway Golf Company. Dividend History. *Callaway* [online]. ©2017 [cit 2017-05-02]. Dostupné z: <http://ir.callawaygolf.com/phoenix.zhtml?c=68083&p=irol-dividends>

CBO. Updated Budget Projections: 2016 to 2026. *Congressional Budget Office* [online]. 24. 3. 2016 [cit. 2017-03-6]. Dostupné z: <https://www.cbo.gov/publication/51384>

CNBC LLC. US 10-YR. *CNBC* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-27]. Dostupné z: <http://data.cnbc.com/quotes/US10Y>

Corning Incorporated. Annual Reports. *Corning* [online]. ©1994-2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <http://investor.shareholder.com/corning/annuals-proxies.cfm>

CzechTrade. Spojené státy americké: Základní charakteristika teritoria, ekonomický přehled. *BusinessInfo.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-02-20]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/spojene-staty-americke-zakladni-charakteristika-18545.html>

DAMODARAN, Aswath. Annual Returns on Stock, T. Bonds and T. Bills: 1928 – Current [online]. 5. 1. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

DAMODARAN, Aswath. Return on Equity by Sector (US) [online]. 2017 [cit. 2017-03-13]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/roe.html

DĚDIČ, J. a J. PAULY. *Cenné papíry*. 1. vydání. Praha: Prospektrum, 1997. ISBN 80-85431-98-x.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2006. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-58-0.

FABOZZI, F J. a H. MARKOWITZ, 2002. *The theory and practice of investment management: asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies*. 1. vydání. Hoboken, N.J: Wiley. ISBN 0-471-22899-0.

Finanční správa. Kapitálové příjmy. *Finanční správa* [online]. ©2013-2016 [cit. 2017-05-14]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/dane/dane/dan-z-prijmu/fyzicke-osoby-poplatnik/kapitalove-prijmy>

FINVIZ.com. Group Screener. – Charts sector pe. *FINVIZ.com* [online]. ©2007-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.finviz.com/groups.ashx?g=sector&v=410&o=pe>

FINVIZ.com. Group Screener. – Overview sector pe. *FINVIZ.com* [online]. ©2007-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.finviz.com/groups.ashx?g=sector&v=110&o=pe>

FINVIZ.com. Group Screener. – Performance sector pe. *FINVIZ.com* [online]. ©2007-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.finviz.com/groups.ashx?g=sector&v=140&o=pe>

FINVIZ.com. Group Screener. – Valuation sector pe. *FINVIZ.com* [online]. ©2007-2017 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.finviz.com/groups.ashx?g=sector&v=120&o=pe>

FINVIZ.com. Stock screener smallover u0.6 u2 low o2 usa. *FINVIZ.com* [online]. ©2007-2017 [cit. 2017-04-19]. Dostupné z: http://www.finviz.com/screener.ashx?v=111&f=cap_smallover,fa_debteq_u0.6,fa_pb_u2,fa_pe_low,fa_quickratio_o2,geo_usa&ft=4

FutureFuel Corp. Annual Reports and Proxies. *FutureFuel Corp.* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-03]. Dostupné z: <http://ir.futurefuelcorporation.com/annuals-proxies.cfm>

GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 1. vydání, Praha: GRADA Publishing, a. s., 2004. ISBN 80-247-0709-8.

GURDUS, Elizabeth. The Fed boosts its 2017 forecast after raising interest rates [online]. 14. 12. 2016 [cit. 2017-02-27]. Dostupné z: <http://www.cnbc.com/2016/12/14/the-fed-boosts-its-2017-forecast-after-raising-interest-rates.html>

JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2963-3.

JÍLEK, J. *Finanční trhy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing spol. s r. o., 1997. ISBN 80-7169-453-3.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3349-9.

Knoema. US Inflation Forecast 2015-2020 and up to 2060, Data and Charts. *Knoema.com* [online]. ©2011-2017 [cit 2017-03-2]. Dostupné z: <https://knoema.com/kyaewad/us-inflation-forecast-2015-2020-and-up-to-2060-data-and-charts>

MÁČE, Miroslav, 2006. *Finanční analýza obchodních a státních organizací*. 1. vydání. Praha: Grada. ISBN 80-247-1558-9.

MCMAHON, Tim. What is the Current U.S. Inflation Rate [online]. 26. 2. 2017 [cit. 2017-03-2]. Dostupné z: https://inflationdata.com/Inflation/Inflation_Rate/CurrentInflation.asp

MFČR. Přehled platných smluv. *Ministerstvo financí ČR* [online]. 25. 1. 2017 [cit. 2017-05-14]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/dvoji-zdaneni/prehled-platnych-smluv>

MORNINGSTAR. Callaway Golf Co. *Morningstar.com* [online]. ©2017 [cit 2017-05-08]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/ely/quote.html>

MORNINGSTAR. Cato Corp Class. *Morningstar.com* [online]. ©2017 [cit 2017-05-08]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/cato/quote.html>

MORNINGSTAR. Corning Inc. *Morningstar.com* [online]. ©2017 [cit 2017-05-08]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/glw/quote.html>

MORNINGSTAR. FutureFuel. *Morningstar.com* [online]. ©2017 [cit 2017-05-08]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/ff/quote.html>

MORNINGSTAR. Superior Industries International Inc. *Morningstar.com* [online]. ©2017 [cit 2017-05-08]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/sup/quote.html>

MORNINGSTAR. Valero Energy Corp. *Morningstar.com* [online]. ©2017 [cit 2017-05-08]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/vlo/quote.html>

MORNINGSTAR. Waddell & Reed Financial Inc A. *Morningstar.com* [online]. ©2017 [cit 2017-05-08]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/wdr/quote.html>

MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1. vydání, Praha: Ekopress , 2002. ISBN 80-86119-55-6.

NITTI, Tony. President Trump: What does it mean for your tax bill? [online]. 9. 11. 2016 [cit. 2017-02-20]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/anthonyntitti/2016/11/09/president-trump-what-does-it-mean-for-your-tax-bill/#47a9f097260a>

OECD. Real GDP forecast. *OECD data* [online]. ©2016 [cit. 2017-02-20]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm#indicator-chart>

OECD. Short-term interest rates. *OECD data*. [online]. ©2016 [cit. 2017-02-27]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm#indicator-chart>

PATRIA ONLINE. Beta. *Patria.cz* [online] ©1997-2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/slovník/10/beta.html>

PATRIA ONLINE. Detail indexu S&P 500. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-02-20]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/indexy/fc9b05a8-709d-4d9c-9236-388805726165/s-p-500/graf.html>

PATRIA ONLINE. Detail akcie Callawa Golf Co online. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/ELY/callaway-golf-co/ospolecnosti.html>

PATRIA ONLINE. Detail akcie Cato online. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/CATO.K/cato/ospolecnosti.html?selectOnlineIndexes1=GDAXI>

PATRIA ONLINE. Detail akcie Corning Inc online. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/GLW.F/corning-inc/ospolecnosti.html>

PATRIA ONLINE. Detail akcie FutureFuel online. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/FF/futurefuel/ospolecnosti.html>

PATRIA ONLINE. Detail akcie Superior Inds online. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/SUP/superior-inds/online.html>

PATRIA ONLINE. Detail akcie Valero Energy online. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/VLO.F/valero-energy/ospolecnosti.html>

PATRIA ONLINE. Detail akcie Waddell & Reed online. *Patria.cz* [online]. ©1997-2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/WDR/waddell-and-reed/online.html>

REILLY, F K. a K. C. BROWN, 2009. Investment analysis and portfolio management. 9. vyd. Australia: South-Western Cengage Learning. ISBN 978-0-324-65612-1.

REJNUŠ, O. *Cenné papíry a burzy*. 2. přepracované vydání. Brno: FINAL TIS s. r. o., 2013. ISBN 978-80-214-4673-1.

REJNUŠ, O. *Finanční trhy: 4. aktualizované vydání*. 4. vydání, Praha: Grada Publishing a. s., 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.

REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 1. vydání, Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-571-7.

Reuters. Callaway Golf Co Company Profile. *Reuters.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?rpc=66&symbol=ELY>

Reuters. Cato Corp Company Profile. *Reuters.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?rpc=66&symbol=CATO.K>

Reuters. Corning Inc Company Profile. *Reuters.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=GLW&rpc=66>

- Reuters. FutureFuel Corp Profile. *Reuters.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-01].
Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?rpc=66&symbol=FF>
- Reuters. Superior Industries International Inc Company Profile. *Reuters.com* [online].
©2017 [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=SUP&rpc=66>
- Reuters. Valero Energy Corp Company Profile. *Reuters.com* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-01].
Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=VLO&rpc=66>
- Reuters. Waddell & Reed Financial Inc Company Profile. *Reuters.com* [online]. ©2017
[cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=WDR&rpc=66>
- RŮČKOVÁ, Petra, 2007. *Finanční analýza: Metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vydání. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-1386-1.
- SEDLÁČEK, Jaroslav, 2011. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualizované vydání. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-3386-6.
- SIEGEL, J. Investice do akcií: běh na dlouhou trať. 1. vydání, Praha: GRADA Publishing, a. s., 2011. ISBN 978-80-247-3860-4.
- St. Louis Fed. Effective Federal Funds Rate. *FRED* [online]. 1. 2. 2017 [cit. 2017-02-27].
Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>
- St. Louis Fed. M2 Money Stock. *FRED* [online]. 15. 2. 2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/M2#0>
- Superior Industries International. Financial Reports. *Superior Industries* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <http://www.supind.com/investor/financial-reports.html>
- ŠTÝBR, D a kolektiv. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2011. ISBN 978-80-247-3648-8.
- The Cato Corporation. Annual Reports. *Cato Fashions* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-01]
Dostupné z: <http://www.catofashions.com/info/investor-relations>

The Cato Corporation. Dividend History . *Cato Fashions* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-01] Dostupné z: <http://www.catofashions.com/info/investor-relations>

TRADING ECONOMICS. United States Foreign Direct Invetment. *Trading Economics* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-5]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/foreign-direct-investment>

TRADING ECONOMICS. United States Federal Government Budget. *Trading Economics* [online]. ©2017 [cit. 2017-03-6]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/government-budget>

TRADING ECONOMICS. United States Money Supply M0. *Trading Economics* [online]. ©2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/money-supply-m0>

Valero Marketing and Supply Company. Dividends. *Valero* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-05]. Dostupné z: <http://www.investorvalero.com/phoenix.zhtml?c=254367&p=irol-dividends>

Valero Marketing and Supply Company. Financial Reports. *Valero* [online]. ©2017 [cit. 2017-05-05]. Dostupné z: <http://www.investorvalero.com/phoenix.zhtml?c=254367&p=irol-reportsAnnual>

VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vydání. Praha: ASPI, a. s., 2007. ISBN 978-80-7357-297-6.

Waddell & Reed, Inc. Annual Reports & Proxy Statements. *Waddell & Reed Financial, Inc* [online]. ©1995-2017 [cit 2017-05-06]. Dostupné z: <http://ir.waddell.com/FinancialDocs>

Waddell & Reed, Inc. Dividends. *Waddell & Reed Financial, Inc* [online]. ©1995-2017 [cit 2017-05-06]. Dostupné z: <http://ir.waddell.com/Dividend>

YAHOO!FINANCE. FF Historical Prices. *Yahoo Finance* [online]. 3. 5. 2017 [cit. 2017-05-03]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/FF/history?period1=1300834800&period2=1495144800&interval=div%7Csplitsplit&filter=div&frequency=1d>

YAHOO!FINANCE. GLW Historical Prices. *Yahoo Finance* [online]. 3. 5. 2017 [cit. 2017-05-03]. Dostupné z:

<https://finance.yahoo.com/quote/GLW/history?period1=378601200&period2=1495144800&interval=div%7Csplitted&filter=div&frequency=1d>

YAHOO!FINANCE. ELY: Summary for Callaway Golf Company Common St. *Yahoo Finance* [online]. 22. 4. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/ELY/?p=ELY>

YAHOO!FINANCE. CATO: Summary for Cato Corporation (The) Class A. *Yahoo Finance* [online]. 22. 4. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/CATO?p=CATO>

YAHOO!FINANCE. GLW: Summary for Corning Incorporated. *Yahoo Finance* [online]. 22. 4. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/GLW?p=GLW>

YAHOO!FINANCE. FF: Summary for FutureFuel Corp. Common shares. *Yahoo Finance* [online]. 22. 4. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/FF/?p=FF>

YAHOO!FINANCE. SUP: Summary for Superior Industries International. *Yahoo Finance* [online]. 22. 4. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/SUP/?p=SUP>

YAHOO!FINANCE. VLO: Summary for Valero Energy Corporation. *Yahoo Finance* [online]. 22. 4. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/VLO/?p=VLO>

YAHOO!FINANCE. WDR: Summary for Waddell & Reed Financial, Inc. *Yahoo Finance* [online]. 22. 4. 2017 [cit. 2017-04-22]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/WDR/?p=WDR>

YAHOO!FINANCE. SUP Historical Prices. *Yahoo Finance* [online]. 4. 5. 2017 [cit. 2017-05-04]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/SUP/history?p=SUP>

Seznam tabulek

Tabulka 1: Výhody a nevýhody z držby a nákupu akcií.....	26
Tabulka 2: Vybrané akciové společnosti	47
Tabulka 3: Pásma sazeb federální daně ze zisku PO v USA	50
Tabulka 4: Odvětví vybraných akciových společností	56
Tabulka 5: Beta a požadovaná výnosová míra společností	65
Tabulka 6: Míry růstu pro vybrané společnosti	65
Tabulka 7: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti CATO	66
Tabulka 8: Přehled finančních ukazatelů společnosti CATO	67
Tabulka 9: Vnitřní hodnoty společnosti CATO	70
Tabulka 10: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti ELY	71
Tabulka 11: Přehled finančních ukazatelů společnosti ELY	71
Tabulka 12: Vnitřní hodnoty společnosti ELY	73
Tabulka 13: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti FF	75
Tabulka 14: Přehled finančních ukazatelů společnosti FF	75
Tabulka 15: Vnitřní hodnoty společnosti FF	77
Tabulka 16: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti GLW	78
Tabulka 17: Přehled finančních ukazatelů společnosti GLW	79
Tabulka 18: Vnitřní hodnoty společnosti GLW	82
Tabulka 19: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti SUP	83
Tabulka 20: Přehled finančních ukazatelů společnosti SUP	83
Tabulka 21: Vnitřní hodnoty společnosti SUP	85
Tabulka 22: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti VLO.....	86
Tabulka 23: Přehled finančních ukazatelů společnosti VLO.....	87
Tabulka 24: Vnitřní hodnoty společnosti VLO	89
Tabulka 25: Vývoj tržeb, EBIT a EAT společnosti WDR	90
Tabulka 26: Přehled finančních ukazatelů společnosti WDR	91
Tabulka 27: Vnitřní hodnoty společnosti WDR	93
Tabulka 28: Výchozí matice mezipodnikového srovnání.....	94
Tabulka 29: Matice metody váženého součtu pořadí	94
Tabulka 30: Matice metody váženého podílu	95
Tabulka 31: Dividendová výnosnost - varianta 1	102

Tabulka 32: Dividendová výnosnost - varianta 2	102
Tabulka 33: Kapitálový výnos - varianta 1	103
Tabulka 34: Kapitálový výnos - varianta 2	103
Tabulka 35: Srovnání výkonnosti variant portfolia	104

Seznam obrázků

Obrázek 1: Výchozí matice mezipodnikového srovnání	13
Obrázek 2: Členění finančních trhů dle investičních instrumentů.....	21
Obrázek 3: Členění trhu cenných papírů na primární a sekundární trh	24

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj ročního růstu HDP USA.....	48
Graf 2: Vývoj akciového indexu S&P 500.....	49
Graf 3: vývoj peněžní zásoby M2.....	51
Graf 4: Vývoj Federal Funds Rate.....	52
Graf 5: Vývoj dlouhodobých 10-letých státních dluhopisů USA.....	52
Graf 6: Vývoj roční míry inflace USA v %.....	53
Graf 7: Vývoj výše zahraničního kapitálu USA.....	54
Graf 8: Přebytky a schodky federálního rozpočtu USA vůči HDP.....	55
Graf 9: Vývoj technologického odvětví.....	58
Graf 10: Vývoj finančního odvětví.....	59
Graf 11: Vývoj odvětví služeb.....	61
Graf 12: Vývoj odvětví spotřebního zboží.....	62
Graf 13: Vývoj odvětví základních materiálů.....	64
Graf 14: Srovnání výkonu akcie CATO a akciového indexu S&P 500.....	69
Graf 15: Vývoj tržní ceny akcie CATO.....	69
Graf 16: Srovnání výkonu akcie ELY a akciového indexu S&P 500.....	73
Graf 17: Vývoj tržní ceny akcie ELY.....	73
Graf 18: Srovnání výkonu akcie FF a akciového indexu S&P 500.....	76
Graf 19: Vývoj tržní ceny akcie společnosti FF.....	77
Graf 20: Srovnání výkonu akcie GLW a akciového indexu S&P 500.....	81
Graf 21: Vývoj tržní ceny akcie GLW.....	81
Graf 22: Srovnání výkonu akcie SUP s akciovým indexem S&P 500.....	85
Graf 23: Vývoj tržní ceny akcie SUP.....	85
Graf 24: Srovnání výkonu akcie VLO a akciového indexu S&P 500.....	88
Graf 25: Vývoj tržní ceny akcie VLO.....	89
Graf 26: Srovnání výkonu akcie WDR a akciového indexu S&P 500.....	92
Graf 27: Vývoj vnitřní hodnoty společnosti WDR.....	92
Graf 28: Struktura portfolia - varianta 1.....	100
Graf 29: Struktura portfolia - varianta 2.....	101