

**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU**

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**



**MANAGEMENT FIREM**

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

## NÁZEV DIPLOMOVÉ PRÁCE/TITLE OF THESIS

Fundamentální analýza realitního investičního fondu

## TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)

6/2020

## JMÉNO A PŘÍJMENÍ STUDENTA / STUDIJNÍ SKUPINA

Bc. Ondřej Pekarčík / MF 27

## JMÉNO VEDOUcíHO DIPLOMOVÉ PRÁCE

doc. Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA

## PROHLÁŠENÍ STUDENTA

Odevzdáním této práce prohlašuji, že jsem zadanou diplomovou práci na uvedené téma vypracoval/a samostatně a že jsem ke zpracování této diplomové práce použil/a pouze literární prameny v práci uvedené.

Jsem si vědom/a skutečnosti, že tato práce bude v souladu s § 47b zák. o vysokých školách zveřejněna, a souhlasím s tím, aby k takovému zveřejnění bez ohledu na výsledek obhajoby práce došlo.

Prohlašuji, že informace, které jsem v práci užil/a, pocházejí z legálních zdrojů, tj. že zejména nejde o předmět státního, služebního či obchodního tajemství či o jiné důvěrné informace, k jejichž použití v práci, popř., k jejichž následné publikaci v souvislosti s předpokládanou veřejnou prezentací práce, nemám potřebné oprávnění.

Datum a místo: 23.4.2020 v Praze

## PODĚKOVÁNÍ

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu diplomové práce za metodické vedení a odborné konzultace, které mi poskytl při zpracování mé diplomové práce.

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

## SOUHRN

### 1. Cíl práce:

Cílem práce je vytvoření odborného investičního doporučení prostřednictvím stanovení vnitřní hodnoty kmenových akcií National Retail Properties, Inc., na základě vybraných metod užitých pro realizaci fundamentální analýzy realitního investičního fondu s využitím scénářových variant. Dílčím cílem práce je vytvoření analytických výstupů pro investiční rozhodování specifických pro sektor retailových realitních investičních fondů v kontextu působení dlouhodobých trendů na trhu retailových komerčních nemovitostí v USA.

### 2. Výzkumné metody:

V práci byly použity metody fundamentální a finanční analýzy, které byly charakterizovány a sestaveny s využitím teoreticko-metodických východisek a relevantních dat. Pro analýzu makroekonomických a podnikových historických časových řad bylo použito matematicko-statistických metod a komparace. Nad rámec základních metod finanční analýzy bylo použito multivariační diskriminační analýzy modelem Z-score, kalkulace výkonnostních metrik prostřednictvím EVA, analýzy systematického rizika. Sestavení modelů vnitřních hodnot bylo kalkulováno s využitím modelu CAPM a scénářů vývoje. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcií analyzovaného realitního investičního fondu bylo použito dividendového diskontního modelu, ziskových modelů P/FFO a P/AFFO a modelu NAV. Teoreticko-metodická východiska byly sestaveny s využitím rešerše a syntézy.

### 3. Výsledky výzkumu/práce:

Analyzovaný podnik vykazuje dlouhodobě stabilní hospodářské výsledky s finanční výkonností nad průměrem odvětví, jeho kapitálová struktura se jeví jako dlouhodobě udržitelná, diverzifikace nemovitostního portfolia fondu poskytuje pouze omezenou ochranu před cyklickými projevy ekonomické recese. Makroekonomické popřívokové šoky způsobené restriktivními ekonomickými opatřeními a potenciální změnou spotřebitelských preferencí představují pro realitní investiční fond zvýšené riziko. Dlouhodobá výkonnost a růstový potenciál odvětví retailových realitních investičních fondů je limitován možnostmi nahrazení propadů tržeb způsobených rostoucím podílem e-commerce v rámci současného business modelu klasického retailu. Cyklická závislost odvětví na ekonomické aktivitě nepředstavuje v dlouhém období výrazná rizika pro kapitálově konzervativně řízené retailové realitní investiční fondy.

### 4. Závěry a doporučení:

Vnitřní hodnota akcií podniku pro rok 2020 byla stanovena na 49 USD a 49 centů, akcie se doporučuje koupit, obchodují-li se pod touto cenou. Pro rok 2020 je očekáván propad finanční výkonnosti fondu v důsledku rizik spojených s předčasným ukončením nájemních smluv, pozdního inkasa nájemného, snížení obsazenosti a poklesu poptávky po retailových nemovitostech. Očekává se meziroční pokles FFO o 6,7 %, snížení AFFO o 6,6 % a pokles čisté hodnoty aktiv fondu o 4,1 %. V případě očekávání zhoršení inkasa nájemného se doporučuje realitnímu investičnímu fondu dočasně pozastavit vyplácení dividend za druhý a případně i třetí kvartál letošního roku a odsunout distribuce dividend v původní výši na konec kalendářního roku, nedoporučuje se využití zvýšení limitů u krátkodobých úvěrových linek ani navýšení dlouhodobého zadlužení fondu. V důsledku propadu poptávky se doporučuje fondu přerušit akviziční aktivity a zahájit divestice u neperspektivních komerčních objektů, návrat k investičním aktivitám se doporučuje až v případě stabilizace nemovitostního trhu.

## KLÍČOVÁ SLOVA

realitní investiční fond, fundamentální analýza, scénáře vývoje, retail, vnitřní hodnota, nemovitostní portfolio

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

## SUMMARY

### 1. Main objective:

The main objective of diploma thesis is to produce investment recommendation regarding National Retail Properties, Inc. by calculating intrinsic value of common stocks using different economic scenarios and by using relevant methods of fundamental analysis specific to real estate investment trusts. Secondary objective is to produce findings for investment decisions specific for retail eREITs industry in the context of long term trends and existing US commercial real estate market environment.

### 2. Research methods:

The research has used methods of fundamental and financial analysis, which have been defined and composed based on theoretical and methodical resources and relevant data. Mathematical statistics and comparison analysis was used to analyze historical macroeconomic and business data. Multiple discriminant Z-score analysis was used to evaluate corporate financial standing and bankruptcy risk, computation of EVA to assess business economic profitability and calculation of beta to evaluate historical systematic risk. CAPM model along with variable scenarios were used to compute respective scenario intrinsic values and to assess final intrinsic value using dividend growth model, P/FFO and P/AFFO ratio models and NAV model. Literature review and synthesis were used to compile theoretical and methodical resources.

### 3. Result of research:

Analyzed company has been able to achieve profitability above sector averages, while having stable financial position and delivering solid historical growth. Company's capital structure has been reviewed as stable and sustainable, its real estate portfolio diversification lacks enough real estate diversity to sustain unscratched during recession. Macroeconomic demand shocks induced by economic restrictions and potential change in consumer behaviour present higher risks for National Retail Properties. Long term profitability and growth potential of retail eREIT sector is limited by the ability to find effective replacements for revenue loss caused by e-commerce alternatives. Sector dependence on economic activity does not possess incremental risks for retail eREITs with conservative balance sheets in the long term.

### 4. Conclusions and recommendation:

Intrinsic value of NNN common stocks for 2020 has been valued at \$49.49, investors are advised to buy NNN stocks below its intrinsic value. However loss of profitability is expected due to risks connected with expected higher rate of early terminations of leases, late rent payments, lowered occupancy rate and lowered overall commercial real estate demand. FFO is expected to decrease by 6,7 % in 2020, AFFO by 6,6 % and NAV is expected to decrease by 4,1 %. It has been advised to stop dividend payments in the second and third quarter of 2020 and to postpone them all to the end of calendar year in the event of abrupt increase in rent due delinquency rates, also in such event it has been advised not to use higher levels of short term credit facilities or to encumber higher levels of long term debt. It has been advised to stop with real estate acquisitions and to dispose of lower quality real estate with limited value growth prospects as a result of lowered commercial real estate demand. It was advised to return to aggressive real estate acquisition policy once the real estate market has been stabilized.

## KEYWORDS

real estate investment trust, fundamental analysis, scenarios, retail, intrinsic value, real estate portfolio

## JEL CLASSIFICATION

G12 Asset Pricing, Trading Volume, Bond Interest Rates  
G30 Corporate Finance and Governance  
G32 Financing Policy, Financial Risk and Risk Management, Capital and Ownership Structure, Value of Firms, Goodwill

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Jméno a příjmení:	Ondřej Pekarčík
Studijní program:	Ekonomika a management (Ing.)
Studijní obor:	Management firem
Studijní skupina:	MF 27
Název DP:	Fundamentální analýza realitního investičního fondu
Zásady pro vypracování (stručná osnova práce):	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Úvod – zdůvodnění aktuálnosti tématu, nastínění řešeného problému, charakterizování struktury a cílu práce.</li><li>2. Teoreticko–metodologická část – vymezení a charakteristika metod a teoretických východisek fundamentální analýzy a specifik oceňování a analýzy realitních investičních fondů.</li><li>3. Analytická část – realizace fundamentální analýzy vybraného realitního investičního fondu a stanovení investičního doporučení na základě zjištěné vnitřní hodnoty akcie s využitím scénářových variant a provedené fundamentální analýzy.</li><li>4. Závěr</li></ol>
Seznam literatury: (alespoň 4 zdroje)	<ul style="list-style-type: none"><li>• BRUEGGEMAN, W. FISHER J. <i>Real Estate Finance and Investments</i>. 14. vyd. New York: McGraw-Hill Education, 2010. 784 s. ISBN 978-0-07-337733-9.</li><li>• DAMODARAN, A. <i>Applied Corporate Finance</i>. 4. vyd. New York: John Wiley &amp; Sons, 2014. 583 s. ISBN 978-1-118-80893-1.</li><li>• REILLY, F. BROWN, K. <i>Investment Analysis &amp; Portfolio Management</i>. 10. vyd. Ohio, USA: South-Western, Cengage Learning, 2011. 1058 s. ISBN 978-0-538-48210-3.</li><li>• REJNUŠ O. <i>Finanční trhy</i>. 1. vyd. Praha: Grada, 2016. 384 s. ISBN 978-80-247-5871-8.</li></ul>
Harmonogram	<ul style="list-style-type: none"><li>• Zpracování cílů a metodiky do 13. 12. 2019</li><li>• Zpracování teoretické části do 28. 1. 2020</li><li>• Zpracování výsledků do 23. 3. 2020</li><li>• Finální verze do 1. 5. 2020</li></ul>
Vedoucí práce:	doc. Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA

prof. Ing. Milan Žák, CSc.  
rektor

# Obsah

1	Úvod .....	1
1.1	Metodika .....	2
2	Teoreticko–metodická část .....	3
2.1	Fundamentální analýza .....	3
2.1.1	Globální analýza .....	3
2.1.2	Odvětвовá analýza .....	6
2.1.3	Finanční analýza .....	7
2.1.4	Modely stanovení vnitřní hodnoty akcie s využitím scénářů vývoje .....	9
2.2	Realitní investiční fond .....	14
2.2.1	Legislativní vymezení a daňová specifika realitních investičních fondů .....	14
2.2.2	Klasifikace realitních investičních fondů .....	16
2.2.3	Specifika analýzy realitních investičních fondů .....	18
3	Analytická část práce .....	20
3.1	Globální analýza .....	20
3.1.1	Analýza makroekonomického vývoje .....	20
3.1.2	Analýza hospodářského cyklu .....	27
3.1.3	Analýza kapitálového trhu .....	28
3.2	Analýza sektoru retailových realitních investičních fondů .....	29
3.2.1	Analýza životní fáze odvětví .....	30
3.2.2	Analýza závislosti tržního ocenění odvětví na ekonomické aktivitě .....	32
3.2.3	Analýza struktury odvětví retailových realitních investičních fondů .....	34
3.3	Analýza National Retail Properties, Inc. ....	35
3.3.1	Profil a historie podniku .....	36
3.3.2	Struktura a expozice nemovitostního portfolia .....	37
3.3.3	Elementární analýza dluhové, majetkové a kapitálové struktury fondu .....	40
3.3.4	Analýza pracovního kapitálu, zadlužení, likvidity, aktivity a rentability .....	43
3.3.5	Analýza kapitálových nákladů a podnikové výkonnosti .....	46
3.3.6	Analýza podnikové bonity a bankrotního rizika .....	49
3.3.7	Analýza cenového vývoje, dividendové politiky a ukazatelů kapitálového trhu .....	50
3.3.8	Návrhy pro implementaci .....	55
3.3.9	Určení vnitřní hodnoty s využitím modelů vnitřních hodnot a scénářů .....	56
3.3.10	Investiční doporučení .....	61
	Závěr .....	64
	Literatura .....	71

Seznam příloh.....	78
Přílohy .....	I

## **Seznam zkratek**

**AFFO** – Adjusted Funds From Operations, česky adjustované finanční prostředky z provozní činnosti

**CAPM** – Capital Asset Pricing Model, česky model oceňování kapitálových aktiv

**EPS** – Earnings Per Share, česky výnos na akcii

**eREIT** – Equity Real Estate Investment Trust

**EVA** – Economic Value Added, česky ekonomická přidaná hodnota

**FFO** – Funds From Operations, česky finanční prostředky z provozní činnosti

**FOMC** – Federal Open Market Committee

**GAAP** – Generally Accepted Accounting Principles

**mREIT** – Mortgage Real Estate Investment Trust

**NOI** – Net Operating Income, česky čistý provozní příjem z nemovitostí

**NAREIT** – National Association of Real Estate Investment Trusts

**NAV** – Net Asset Value, česky čistá hodnota aktiv

**NNN** – National Retail Properties, Inc.

**NYMEX** – New York Mercantile Exchange

**NYSE** – New York Stock Exchange

**NASDAQ** – National Association of Securities Dealers Automated Quotations

**REIT** – Real Estate Investment Trust, česky realitní investiční fond

**TCB** – The Conference Board, Inc.

**VIX** – Chicago Board Options Exchange's CBOE Volatility Index

**WACC** – Weighted Average Cost of Capital, česky vážený průměr nákladů na kapitál



## Seznam tabulek

Tabulka 1 Vybrané ukazatele retailových realitních investičních fondů (2019–14.4.2020)....	35
Tabulka 2 Expirace nájemních smluv National Retail Properties, Inc. ....	40
Tabulka 3 Dekompozice parametrů multivariační diskriminační analýzy Z-score NNN (2009-2019).....	50
Tabulka 4 Vývoj P/FFO vybraných eREITs (průměr hodnot 2019 a stav ke 14.4.2020).....	55
Tabulka 5 Predikované hodnoty NOI, FFO, AFFO, NAV (v mil. USD), nákladů na vlastní kapitál NNN, bezrizikové roční výn. míry a reálného HDP USA (v bil. USD) pro rok 2020 dle scénářů vývoje.....	57
Tabulka 6 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená DGM dle scénářů vývoje.....	58
Tabulka 7 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená modelem NAV dle scénářů vývoje.....	59
Tabulka 8 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/FFO dle scénářů vývoje.....	59
Tabulka 9 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/AFFO dle scénářů vývoje.....	60
Tabulka 10 Vnitřní hodnoty kmenových akcií NNN dle příslušných scénářů a konečná vnitřní hodnota.....	60

## Seznam grafů

Graf 1 Realitní investiční fondy veřejně obchodované na NYSE a NASDAQ dle specializace, počtu, P/E TTM a tržní kapitalizace (k 31.1.2020) .....	17
Graf 2 Vývoj a predikce reálného HDP USA v cenách základního období 2012 (2009–2022) .....	21
Graf 3 Vývoj a predikce mezibankovní úrokové sazby v USA (2009–2021).....	22
Graf 4 Vývoj a predikce meziroční změny cenové hladiny v USA (2009–2022) .....	23
Graf 5 Vývoj a predikce nezaměstnanosti v USA (2009–2021) .....	24
Graf 6 Aktiva Federálního rezervního systému USA (1/2009–15/4/2020) .....	25
Graf 7 Vývoj reálného HDP, cenové hladiny, výnosu dluhopisů a vnitřní bezrizikové úrokové míry USA (2009–2019) a jejich predikce (2020–2021).....	26
Graf 8 Denní uzavírací ceny S&P 500 a jeho P/E TTM (2009–2020) .....	28
Graf 9 Kvartální FFO veřejně obchodovaných retailových REITs (2000–2019).....	30
Graf 10 Kvartální NOI veřejně obchodovaných retailových REITs (2000–2019) .....	31
Graf 11 Kvartální objem vyplácených dividend veř. obchodovaných retailových REITs (2000–2019) .....	31
Graf 12 Změny celkových ročních výkonností veřejně obchodovaných retailových REITs v USA a S&P 500 (1994–2019).....	33
Graf 13 Kvartální změny čistých akvizic veřejně obchodovaných retailových REITs (2003–2019).....	34
Graf 14 Pronajímatelná plocha a obsazenost nemovitostí NNN a odvětvový průměr (2009–2019).....	37
Graf 15 Hrubý výnos, kapitalizační míra, akvizice a divestice NNN (2009–2019) .....	38
Graf 16 Expozice nemovitostního portfolia National Retail Properties, Inc. v retailových subsektorech .....	39
Graf 17 Nákladovost kapitálu NNN a výnosy korporátních dluhopisů investičního stupně (2009–2020) .....	47
Graf 18 Vývoj výkonnosti a ziskovosti National Retail Properties, Inc. (2009–2019) .....	48
Graf 19 Uzavírací ceny kmenových akcií National Retail Properties, Inc. (1994–2020).....	51
Graf 20 Komparace výkonnosti akcií NNN adjustovaných o dividendy s indexem S&P 500	52
Graf 21 Historický vývoj dividend a výplatního poměru NNN (1994–2019) .....	52
Graf 22 Výnosy na akcii a výplatní poměr NNN (2009–2019) .....	53
Graf 23 Ukazatele kapitálového trhu National Retail Properties, Inc. (2009–2019) .....	54
Graf 24 Denní svícový graf National Retail Properties, Inc., vnitřní hodnota akcie pro rok 2020 a vnitřní hodnoty dle scénářů vývoje (2.1.2020–15.4.2020, v USD na akcii) .....	61

# 1 Úvod

Stále se rozšiřující systém kapitálových trhů umožňuje širokou kapitálovou diverzifikaci napříč spektrem podnikatelských aktivit různých ekonomických subjektů a současně nabízí možnost, jak efektivním způsobem alokovat aktiva v dostatečně likvidním prostředí s dlouhodobou historickou zkušeností a existujícím bezpečnostním regulačním rámcem zajišťujícím systémovou funkčnost i v době nestability. Pronájem, prodej a správa nemovitostí se řadí k historicky nejstarším a konzervativním předmětům podnikatelské a investiční činnosti, pro investory realitní investiční fondy umožňují koncentrovanou expozici kapitálu v jasně definované části nemovitostního trhu bez výrazného omezení likvidity, s kterým je fyzické vlastnictví jednotlivých nemovitostí spojeno, pro podnikatelský subjekt, který dospěje do stavu, jež mu umožní primární úpis akcií na kapitálovém trhu, představuje entita realitního investičního fondu alternativní přístup k financování jeho rozvoje, a tím i k posílení pozice firemního portfolia v konkrétním konkurenčním prostředí, výměnou za plnění regulatorních a legislativních požadavků na realitní investiční fondy kladené. Nástrojem pro predikci cenového vývoje a ocenění realitního investičního fondu, či jiného typu podniku v konkrétním odvětví je fundamentální finanční analýza, která umožňuje stanovit vnitřní hodnotu, jež reflektuje historický ekonomický vývoj podniku v kontextu konkrétního odvětví a působení makroekonomických faktorů, které mohou mít vliv na podnikovou výkonnost, včetně predikcí jejich vývoje pro následující období a zohlednění scénářových variant možného vývoje.

Předmětem diplomové práce je fundamentální analýza realitního investičního fondu National Retail Properties, Inc., od roku 1994 veřejně obchodovaného na kapitálovém trhu v USA na New York Stock Exchange s využitím scénářových variant a metodiky specifické pro určení vnitřní hodnoty realitních investičních fondů.

Hlavním cílem práce je vytvoření odborného investičního doporučení prostřednictvím stanovení vnitřní hodnoty kmenových akcií National Retail Properties, Inc., na základě vybraných metod užitých pro realizaci fundamentální analýzy realitního investičního fondu s využitím scénářových variant. Dílčím cílem práce je vytvoření analytických výstupů pro investiční rozhodování specifických pro sektor retailových realitních investičních fondů v kontextu působení dlouhodobých trendů na trhu retailových komerčních nemovitostí v USA.

Výstupy diplomové práce, včetně závěrů, výsledků a doporučení budou sloužit pro aplikaci v procesu rozhodování o investičních záměrech pro akcionáře realitního investičního fondu, pro aplikaci v řízení finanční a kapitálové struktury podniku management podniku, pro rozhodování o evaluaci kreditního rizika jeho věřiteli, pro potenciální investory a další subjekty, které jsou zainteresovány v činnosti podniku, případně subjekty, jež mohou využít výstupy analýzy pro jejich širší aplikaci na jiné realitní investiční fondy v USA, nebo při činnostech spojených s vyhotovením podnikových auditů.

Struktura diplomové práce je členěna na čtyři primární části, a to úvodní část, teoreticko-metodickou část, analytickou část a závěr. V úvodní části práce jsou charakterizovány základní cíle práce a metodika užitá pro jejich dosažení, obsahem teoreticko-metodologické části práce je širší vymezení teoretických východisek a specifik stěžejních pro analýzu realitního investičního fondu s využitím fundamentální analýzy a scénářových variant pro určení vnitřní hodnoty. V analytické části práce je metodika aplikována prostřednictvím globální analýzy tržního prostředí USA, odvětvové analýzy retailových realitních investičních fondů a podnikové analýzy na realitním investičním fondu National Retail Properties, Inc., pro zpřesnění predikcí a dosažení variability v rámci očekávaného vývoje jsou dále formulovány očekávané scénáře ekonomického vývoje, na základě kterých jsou stanoveny

vnitřní hodnoty a investiční doporučení. V závěru diplomové práce jsou rekapitulovány hlavní závěry dosažených výsledků a formulovaných návrhů a doporučení.

## 1.1 Metodika

V diplomové práci užitý postup práce vychází z citovaných teoretických východisek a pramenů uvedených v seznamu literatury. Aplikované metody využívají účetních, ekonomických, finančních a matematicko-statistických datových zdrojů. Účetní výkazy použité pro účely diplomové práce jsou vedeny dle amerických účetních standardů (US GAAP), rovněž obsahují účetní metriky, které neodpovídají požadavkům amerických účetních standardů (non-GAAP) a jsou reportovány dle interních metodik konkrétních entit, a to FFO, AFFO a NOI, které nelze při analýze realitních investičních fondů účinným způsobem nahradit. Shromáždění podnikových dat a dat vybraných odvětvových konkurenčních podnikatelských subjektů je provedeno s využitím konsolidovaných finančních výkazů podniků, dostupných prostřednictvím Komise pro kontrolu cenných papírů Spojených států amerických (dále také jako SEC). Pro účely této práce je pojem závod, vymezený podle §502 zákona 89/2012 Sb., ve kterém je za obchodní závod považován organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti, použit pojem podnik, případně firma, nebo společnost, který je v kontextu finanční analýzy historicky zažitý.

Pro analýzu a sestavení prognóz makroekonomického vývoje jsou užitý historické časové řady z let 2009 až 2019 a predikce vývoje pro roky 2020 a 2021, výchozím datovým zdrojem jsou makroekonomická data poskytovaná referenčními analytickými institucemi, a to Federální rezervní bankou USA, OECD, IMF, FOMC a The Conference Board, Inc. Pro shromáždění datových podkladů, analýzu a predikce makroekonomických časových řad je užito ekonometrického softwaru Econometric Views. Pro pořízení datových podkladů souvisejících s analýzou akciového trhu je užito Quandl API a obchodní platformy Interactive Brokers Trader Workstation. K charakterizování typů a klasifikace realitních investičních fondů jsou využita historická data a klasifikační metodika ICE Data Services. Pro docílení vyšší validity a komparovatelnost dat jsou analyzovány veřejně obchodované realitní investiční fondy a trhy jejich kmenových akcií v prostředí NYSE a NASDAQ prostřednictvím poskytovatelů dat Refinitiv a ICE Data Services.

Pro účely odvětvové a finanční analýzy jsou užitý historické účetní materiály zahrnující kvartální a roční účetní závěrky, výroční zprávy, historické časové řady z kapitálového trhu, materiály získané v rámci telekonferencí, včetně propagačních prezentačních materiálů společností Simon Property Group, Inc., Realty Income Corporation, W. P. Carey Inc., Regency Center Corporation, Federal Realty Investment Trust, National Retail Properties, Inc. a STORE Capital Corporation. Práce čerpá z osobních sdělení managementu podniku National Retail Properties, Inc. pořízených z konferenčních hovorů. Historické časové řady pro odvětvovou a podnikovou analýzu zahrnují data od roku 1994 do roku 2019. Pro kalkulaci systematického rizika, modelů CAPM, WACC, EVA, bonitních a bankrotních modelů, soustav ukazatelů, modelů vnitřních hodnot a statistických výpočtů je užito tabulkového procesoru Microsoft Excel a programovacího jazyku Microsoft Visual Basic.

## 2 Teoreticko–metodická část

Teoreticko–metodická východiska vymezené v kapitole 2 seznamují čtenáře s fundamentální analýzou, vybranými modely stanovení vnitřní hodnoty s využitím scénářů vývoje a se specifiky analýzy entit realitních investičních fondů obchodovaných na kapitálovém trhu v USA.

### 2.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza zahrnuje proces, jehož výsledkem je určení vnitřní hodnoty obchodovaného finančního instrumentu, nejčastěji kmenových akcií, ale lze využít i pro oceňování a analýzu jiných typů finančních instrumentů, například prioritních akcií nebo emitovaných dluhopisů, jak dále uvádí Rejnuš (2016, s. 188), fundamentální analýzu lze považovat za nejkompexnější druh akciové analýzy, která má své využití při přípravě zásadních investičních rozhodnutí. Hlavním východiskem fundamentální analýzy je předpoklad, že vnitřní hodnota finančních instrumentů, někdy též nazývná jako teoretická, se liší od aktuálních tržních cen realizovaných na veřejně obchodovaných kapitálových trzích. Tržní cena instrumentu v čase osciluje okolo své vnitřní hodnoty a v dlouhém období má tendenci konvergovat ke své teoretické hodnotě. Je-li vnitřní hodnota instrumentu vyšší, než tržní cena, je z pohledu teorie vnitřní hodnoty daný instrument fundamentálně podhodnocen a lze očekávat jeho apreciaci. Přesahuje-li tržní cena vnitřní hodnotu, lze předpokládat, že je daný instrument trhem nadhodnocen a lze očekávat korekci snížením tržní ceny směrem k vnitřní hodnotě, v případě rovnosti vnitřní a tržní hodnoty instrumentu je jeho ocenění považováno za fundamentálně odpovídající analyzovanému stavu.

#### 2.1.1 Globální analýza

Globální analýza představuje část fundamentální analýzy, v níž jsou zkoumány zásadní makroekonomické faktory ovlivňující tržní vývoj, stav hospodářství, jakož i další faktory, jež mohou vyvolat změny trendů a spotřebitelského i podnikatelského chování. Jako nástroj fundamentální analýzy by globální analýza měla poskytovat komplexní pohled na historický vývoj ekonomického prostředí včetně predikcí jeho dalšího vývoje. Mezi hlavní oblasti analýzy ekonomického prostředí se dle Rejnuše (2016, s. 188–193) řadí reálný výstup ekonomiky, vývoj úrokových sazeb, nezaměstnanosti a cenové hladiny, peněžní nabídka, fiskální politika státu, obchodní bilance a kvalita investičního prostředí.

Sloman a Wride (2015, s. 425) definují ukazatel reálného výstupu ekonomiky, označovaný také jako hrubý domácí produkt, výdajovou metodou, jako součet osobních výdajů na spotřebu, hrubých soukromých domácích investic, vládních výdajů na nákup statků a služeb a saldo obchodní bilance, jímž rozumí rozdíl mezi hodnotou exportu a importu. Ekvivalentně je možné kalkulovat HDP s využitím důchodové, či výrozkové metody. V případě důchodové metody je kalkulace založena na součtu náhrad zaměstnancům, daní z výroby a z dovozu, čistého provozního přebytku, čistého smíšeného důchodu a spotřeby fixního kapitálu, od něhož jsou odečteny dotace. U výrozkové metody je HDP definováno jako součet domácí produkce a daní z produktů, od nichž je odečtena mezispotřeba a dotace na produkty.

Dimson, Marsh a Staunton (2010) analyzovali vzájemnou korelaci výkonnosti akciového trhu a růstu HDP ve třiceti zemích s existujícím kapitálovým trhem za období let 1900–2009, a to ve dvou variantách. V první variantě analyzovali korelaci roční výkonnosti akciového trhu s HDP na obyvatele, navzdory původním předpokladům dospěli k závěru, že historicky existovala mezi těmito dvěma proměnnými průměrná negativní korelace ve výši -0,29, při analýze korelace změny agregátního HDP a výkonu akciového trhu byla prokázána relativně

nízká pozitivní korelace (0,12). Jedním z důvodů je dle autorů skutečnost, že vývoj akciového trhu je tažen očekáváním budoucího vývoje, nikoli historickým vývojem HDP, jež akciový trh předbíhá.

Dalším z vysvětlení je fakt, že riziko investice do zemí s rostoucí ekonomickou výkonností se v čase snižuje, čímž negativně ovlivňuje potenciální výnosy na kapitálovém trhu, což za jinak neměnných podmínek znamená, že by očekávaná výkonnost akciového trhu u rostoucích stabilizovaných ekonomik měla být nižší, než u ekonomik s horší ekonomickou výkonností, kde je vyšší riziko investice na akciovém trhu kompenzováno vyššími výnosy. Pro potvrzení predikativních funkcí akciového trhu Germani a Mladina (2016) otestovali vzájemnou závislost roční výkonnosti akciového trhu na změně HDP v posunu o následující rok na datech 43 zemí z let 1995 až 2015, výsledkem čehož byla zjištěná deterministická závislost  $R^2$  ve výši 25 %, jež indikuje statisticky významnou pozitivní závislost vztahu, lze tedy říci že vývoj akciového trhu obsahuje informaci o budoucím růstu HDP a je predikativním indikátorem budoucího ekonomického vývoje.

Úrokové sazby ovlivňují nákladovost cizího kapitálu a v průběhu hospodářského cyklu působí na potenciál úvěrových možností podniků. Jak uvádí Rejnuš (2016, s. 191), úrokové sazby jsou kurzotvorným faktorem na akciových trzích, jejich růst vede za jinak stejných podmínek k poklesu tržního ocenění akcií a k preferování investic do dluhopisů před akciemi, pokles úrokových sazeb naopak tržní ocenění akcií podporuje a snižuje podíl investic do dluhopisů. V USA se indikující změny úrokových sazeb do značné míry odvíjí od mezibankovních úrokových sazeb stanovených FOMC, jež patří k nepřímým nástrojům centrální banky, která snižováním úrokové sazby podporuje ekonomickou aktivitu a jejich zvyšováním ekonomickou aktivitu tlumí, a to prostřednictvím komerčních bank, jež nabízejí podnikatelským subjektům své úvěrové kapacity.

Nezaměstnanost je významným způsobem ovlivňována ekonomickou aktivitou, v dlouhém období působí na strukturu pozic na pracovním trhu technologický vývoj, jež vytváří tlak na změnu v odvětvích a umožňuje vznik nových pracovních míst a současně eliminuje technologicky zastaralá a tržně neefektivní oblasti pracovních specializací, tyto změny mohou v krátkém období způsobovat řadu ekonomických šoků, jež se mohou různým způsobem projevat v konkrétních odvětvích a ekonomice, neméně podstatným vliv na strukturu pracovního trhu mají demografické změny, v rozvinutých ekonomikách typu USA nebo státech EU se jedná o stárnutí populace. Podle Freye a Osborna (2017) budou negativní ekonomické šoky na pracovním trhu způsobené technologickým vývojem a automatizací, kompenzovány z více než 90 % vytvořením zcela nových pracovních pozic, stárnutí populace se projevuje v prodlužování průměrného věku zaměstnanců i délky ekonomicky aktivního života. Dopady změn ve vývoji nezaměstnanosti na výkon akciového trhu jsou závislé na charakteru očekávané změny nezaměstnanosti, je-li změna očekávaná a odpovídá tedy dlouhodobému makroekonomickému vývoji i predikcím, nebo je-li způsobena následkem neočekávaného ekonomického šoku.

Dle výsledků studie Gonzalo et al. (2017) má silný vliv na výkon akciového trhu v USA pouze změna v očekávané nezaměstnanosti, která ve většině případů historicky vedla k růstu tržních cen akcií, neboť vyšší nezaměstnanost byla doprovázena uvolněním monetární politiky, jež se projevila ve snížení úrokových sazeb, čímž byl podporován růst akciového trhu. Dle Boyda et al. (2005) je však projev kapitálového trhu závislý rovněž na fázi hospodářského cyklu, v jeho růstových fázích je růst nezaměstnanosti pozitivním faktorem podporujícím růst akciových trhů, v období hospodářského útlumu naopak bývá růst nezaměstnanosti vnímán akciovým trhem negativně.

Podle Blancharda (2017) změny cen statků, zboží a služeb v ekonomice ovlivňují cenovou hladinu, zvýšení cen způsobuje za jinak stejných podmínek v krátkém období snížení kupní síly, zvýšení vstupních nákladů, snížení spotřeby, obratu i zisku, až do chvíle, než dojde k adaptaci ekonomiky na novou cenovou hladinu a náklady vstupů i výstupů jsou upraveny dle změny cenové hladiny. V krátkém období tak rostoucí cenová hladina může negativně ovlivnit hospodářské výsledky podniků a tím snížit jejich výnosy na akciových trzích, což se může negativně projevit v jejich tržním ocenění. V dlouhém období se zvýšení cen projevuje v růstu tržeb i nákladů, čímž za jinak nezměněných podmínek nedochází k ovlivnění relativní podnikové výkonnosti. Změny v cenové hladině však mohou být v krátkém období vyvolány poptávkovou i nabídkovou stranou, tyto změny je nutné posuzovat v kontextu hospodářského cyklu i ostatních makroekonomických veličin.

Jak uvádí Papadia F. et al. (2018), centrální banky zaměřují svou monetární politikou podle svých inflačních cílů, jež většina centrálních bank stanovuje cílováním inflace na 2 %, v rámci nepřímých nástrojů využívají centrální banky k ovlivnění inflace nejčastěji změny úrokových sazeb a peněžní zásoby. Peněžní nabídka, nebo také zásoba, představuje agregát množství dostupných peněz v ekonomice v danou chvíli. Při vyšší inflaci zvyšuje centrální banka úrokové sazby a omezuje peněžní nabídku, při nižší inflaci peněžní nabídku zvyšuje a snižuje úrokové sazby. V kontextu vývoje kapitálového trhu peněžní nabídka významně ovlivňuje dostupnost volného kapitálu a investiční činnosti, růst peněžní nabídky je podporuje, snižování peněžní nabídky naopak omezuje dostupnost volného kapitálu a tlumí investiční činnost, čímž negativně ovlivňuje podnikové hospodářské výsledky. Pro sledování ve změnách peněžní nabídky je možné využít rovněž analýzy rozvahy centrální banky, podle které je možné rozlišovat změny v rozvaze v souvislosti s vývojem ekonomického cyklu a aktuální monetární politikou. Při tzv. kvantitativním uvolňování dochází k růstu aktiv centrální banky, jež skupuje aktiva emitovaná na kapitálovém trhu, nejčastěji státní dluhopisy, čímž zvyšuje peněžní zásobu v ekonomice, významná je i vzájemná kompozice jednotlivých typů aktiv, neboť mohou disponovat různou mírou rizika.

Za bezrizikovou úrokovou míru je možné považovat výnos státních, nejčastěji desetiletých, dluhopisů, existují však i další modely a přístupy ke kalkulaci bezrizikové míry posuzované v závislosti na vývoji makroekonomických veličin. Fisherova rovnice popisuje vztah mezi nominální úrokovou sazbou a reálnou úrokovou sazbou zahrnující vliv změny cenové hladiny. Irving Fisher (1896) definuje nominální úrokovou sazbu jako:

$$i = r + \pi \quad (1.1)$$

kde:

$i$  je nominální úroková sazba,

$r$  reálná úroková sazba a

$\pi$  změna cenové hladiny.

Damodoran (2015) využívá Fisherovu rovnici za výchozí nástroj dekompozice tržních úrokových sazeb, z něhož odvozuje bezrizikovou výnosovou sazbu garantované investice, a to jako součet očekávané inflace a očekávané reálné úrokové míry. Tento vztah považuje za platný pro krátké období, pro dlouhé období využívá namísto očekávané reálné úrokové míry, očekávaný reálný výstup ekonomiky, na základě kterého je možné odvozovat reálnou úrokovou míru v delším časovém období, bezrizikovou výnosovou míru definuje jako:

$$i_{RFR} = RGDP_{EXP} + \pi_{EXP} \quad (1.2)$$

kde:

$i_{RFR}$  je bezriziková úroková sazba,

$RGDP_{EXP}$  očekávaný růst reálného HDP a

$\pi_{EXP}$  očekávaná změna cenové hladiny.

V této formě Damodaran komparuje bezrizikovou výnosovou míru s historickým výnosem desetiletých státních dluhopisů, využívaných jako substitut bezrizikové úrokové míry. S využitím teorie vnitřní hodnoty odvozuje tendenci úrokové konvergence pro další období. Pro stanovení vnitřní hodnoty bezrizikové výnosové míry užívá klouzavého desetiletého průměru růstu reálného HDP a změny cenové hladiny. Dle Damodarana (2017) v tomto pojetí bezriziková výnosová míra lépe aproximuje očekávaný vývoj úrokových sazeb a současně umožňuje implementaci nezáporné bezrizikové míry do modelu oceňování kapitálových aktiv i v období záporných úrokových sazeb nebo v době ekonomických recesí.

Kapitálový trh v popředí s akciovými trhy je možné dle Rejnuše (2014) považovat za indikátor tržního odhadu budoucího ekonomického vývoje. Historicky předbíhá akciový trh makroekonomický vývoj o 6 až 12 měsíců, kontextová analýza vývoje dluhopisového a akciového trhu je často klíčová pro stanovení relevantních závěrů jinak izolované zkoumaných pouze s využitím klasických makroekonomických indikátorů.

### 2.1.2 Odvětvová analýza

Jak uvádí Rejnuš (2016), z důvodu existující různorodé závislosti konkrétního odvětví na celkovém vývoji ekonomiky, je nutné v rámci fundamentální analýzy vycházet jak z globálních analytických výstupů, tak z odvětvově specifických analýz, pro tato specifika se provádí odvětvová analýza, alternativně také nazývaná oborová, či sektorová analýza. Součástí oborové analýzy je analýza životního cyklu daného odvětví, jeho závislosti na ekonomickém cyklu a analýza důležitých oblastí specifických pro konkrétní sektor. Rejnuš (2016) dělí odvětví z hlediska závislosti na hospodářském cyklu na cyklická, anticyklická a neutrální. Cyklická odvětví realizují velmi dobré hospodářské výsledky v průběhu hospodářské expanze, v průběhu poklesu ekonomické výkonnosti ekonomiky patří podniky v cyklických odvětvích k nejhůř zasaženým. Neutrální odvětví disponují dlouhodobě nízkou závislostí na průběhu hospodářského cyklu, hospodářské výsledky podniků z neutrálních odvětví nebývají příliš ovlivněny změnami v ekonomické aktivitě, jedná se především o podniky, které nabízejí nezbytné statky a služby, například potravinářský a farmaceutický průmysl. Anticyklická odvětví disponují větší výkonností v průběhu ekonomických propadů, krizí a recesí, ale ve srovnání s neutrálními a cyklickými odvětvími generují horší výsledky v době konjunktury, mezi tato odvětví se řadí prodejci cenově nejdostupnějších zbytných statků a služeb.

Analýza tržní struktury představuje dle Rejnuše (2016) rozbor jednotlivých účastníků trhu, jejich tržního vlivu a dosahovaných hospodářských výsledků. Tržní struktury je možné rozdělit na konkurenční, někdy též označované jako monopolisticky konkurenční, dále na oligopolní a monopolní. V konkurenčních tržních strukturách neexistuje tržní subjekt s tržní převahou, na trzích operuje mnoho subjektů nabízejících heterogenní produkt, bez nákladů na překonání vstupních bariér a se subjekty pouze omezeně ovlivňujícími cenotvorbu. V rámci oligopolních tržních struktur na trhu působí velmi malý počet subjektů nabízejících heterogenní produkt, s většími náklady na vstup od odvětví a značným vlivem na cenotvorbu. Monopolní tržní struktury jsou charakteristické působením jediného subjektu na trhu, jež nabízí heterogenní produkt, pro vstup do odvětví existují velmi velké nákladové a legislativní bariéry a subjekt má vysoký vliv na cenotvorbu.

Analýza životního cyklu odvětví zahrnuje zasazení vývoje odvětví do kontextu životního cyklu s ohledem na tržní vlivy. Dvořáček (2012) definuje čtyři základní fáze životního cyklu odvětví, a to vznik, růst, zralost a úpadek. Ve fázi růstu dochází k prosazení inovativních změn a dochází k diferenciaci nabízených produktů v odvětví, hodnota a atraktivita odvětví



v této fázi životního cyklu prudce roste. Ve fázi dospělosti dochází k saturaci odvětví, některé podniky získávají významnější konkurenční postavení, konkurenční boj je intenzivní, dochází k poklesu marží a růstu nákladů ve snaze udržet se na trhu, subjekty mohou začínat mezi sebou kooperovat, nebo působit agresivní cenovou politikou. Ve fázi zániku může docházet k poklesu hodnot aktiv subjektů v odvětví, poptávka je již plně saturovaná, dochází k úbytku dodavatelů i odběratelů navázaných na odvětví. Dvořáček (2012), upozorňuje, že neexistuje jednotný pohled na životní cyklus odvětví, vždy je nutné ke konkrétnímu odvětví přistupovat individuálně.

### 2.1.3 Finanční analýza

Finanční analýza, někdy též v rámci fundamentální analýzy nazývaná jako podniková nebo firemní analýza, se dle Rejnuše (2016) zaměřuje na analýzu podnikové výkonnosti s využitím finančních metrik, nástrojů a modelů. Výchozími datovými podklady pro finanční analýzu jsou nejčastěji interní, nebo veřejně dostupné účetní výkazy a další informace zveřejňované podnikem. K hlavním účetním výkazům se řadí rozvaha, výkaz zisku a ztrát a výkaz cash flow, jejich doplňkem mohou být další materiály, zveřejňované nejčastěji ve výročních a kvartálních zprávách, na valných hromadách a při konferencích představenstva podniku. Struktura finanční analýzy není pevně stanovena, nejčastěji zahrnuje tzv. elementární analýzu finančních výkazů, analýzu podílových a rozdílových ukazatelů, rozbor podnikové výkonnosti, majetkové, finanční a kapitálové struktury, podnikové bonity a kreditního rizika, případně analýzu ukazatelů kapitálového trhu a dalších metrik spojených s veřejně obchodovanými entitami. Elementární analýza sestává z analýzy relativních a absolutních změn položek účetních výkazů v čase. Růčková (2019) považuje poměrové ukazatele za základní metodický nástroj finanční analýzy, dle Corelliho (2016) jsou nejdůležitějšími poměrovými ukazateli umožňujícími základní posouzení rizikovosti podniku ukazatele rentability a zadlužení. Jejich kalkulace se provádí dělením jedné položky z účetních výkazů jinou položkou vybranou z výkazů, přičemž mezi jednotlivými položkami je předpokládán určitý obsahový vztah. Mezi hlavní poměrové ukazatele se řadí rentabilita, aktivita, likvidita, finanční stabilita a ukazatele kapitálového trhu. Z rozdílových ukazatelů je nejčastěji používán čistý pracovní kapitál (dále také jako ČPK), který lze definovat jako oběžná aktiva ponížena o krátkodobá pasiva.

Při analýze bankrotního rizika a bonity podniku se v rámci finanční analýzy používá aplikované statistické metody diskriminační analýzy. Jejím východiskem je sestavení diskriminační funkce, která využívá parametrů dostupných z účetních výkazů podniků a jež slouží pro aproximaci historického bankrotního rizika nebo bonity podniku. Jedním z nejčastěji užívaných bankrotních modelů je model Z-score publikovaný Altmanem v roce 1968. Altman (1968) pro sestavení diskriminační funkce užil data 66 výrobních podniků, jež rozdělil do dvou kategorií o 33 podnicích, a to bankrotní a nebankrotní. Podniky z bankrotní skupiny čelily v minulosti insolvenční a zvýšenému bankrotnímu riziku, mezi podniky z nebankrotní skupiny byly zastoupeny firmy jejichž hodnota majetku byla vyšší než 1 mil. USD a nižší než 25 mil. USD a u nichž nebylo předpokládáno zvýšené bankrotní riziko. Bankrotní i nebankrotní skupiny byly následně komparovány s využitím součtů kombinací poměrových ukazatelů, váhy a výběr poměrových ukazatelů v diskriminační funkci Altman optimalizoval dle priorit zásadních pro analýzu bankrotního rizika vzhledem k datovým podkladům analyzovaných podniků. Altmanova diskriminační funkce Z-score aproximuje bankrotní riziko s využitím poměrových ukazatelů ziskovosti, zadlužení, likvidity a aktivity. Výslednou diskriminační funkci pro podniky veřejně obchodované na kapitálovém trhu lze zapsat jako:

$$Z = 1,2 \cdot Z_1 + 1,4 \cdot Z_2 + 3,3 \cdot Z_3 + 0,6 \cdot Z_4 + Z_5 \quad (2.1)$$

Kde:

$Z_1$  je podíl čistého pracovního kapitálu a aktiv podniku,

$Z_2$  podíl nerozděleného hospodářského výsledku a aktiv podniku,

$Z_3$  podíl EBIT a aktiv podniku,

$Z_4$  podíl tržní kapitalizace a aktiv podniku a

$Z_5$  podíl tržeb a aktiv podniku.

Bankrotní riziko a bonitu vyhodnotil Altman (1968) dle dosažených hodnot výše uvedené diskriminační funkce. Podniky s hodnotou  $Z$  větší než 2,99 označil za bonitní s nízkým rizikem bankrotu. Podniky s hodnotou  $Z$  v intervalu 1,81 až 2,99 zařadil do neutrální tzv. šedé zóny, bez zvýšeného bankrotního rizika a s průměrnou bonitou. Podniky s hodnotou  $Z$ -score v intervalu nižším než 1,81 označil za bankrotní, negenerující bonitu, s vysokou pravděpodobností insolvence v následujících dvou letech. Vzhledem k ex-post analýze účetních výkazů se relevance modelu zkracuje s délkou časového období, jak Altman uvádí (1968), model byl schopen predikovat bankrot podniku v následujících dvou letech s pravděpodobností 72 %.

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál u podniků veřejně obchodovaných na akciovém trhu je možné využít model oceňování kapitálových aktiv (angl. Capital Asset Pricing Model, dále také jaké CAPM), jež Damodaran (2015, s. 75) definuje jako:

$$E(R) = R_f + \beta \cdot ERP = R_f + \beta \cdot (E(R_m) - R_f) \quad (3.1)$$

kde:

$E(R)$  představují náklady na vlastní kapitál,

$R_f$  bezrizikovou úrokovou míru,

$\beta$  hodnotu systematického rizika,

ERP (angl. equity risk premium) rizikovou přírážku konkrétního podniku a

$R_m$  očekávaný výnos trhu, nejčastěji reprezentovaný průměrnou výnosností hlavního akciového indexu.

Dle Bradshaw et al. (2017) představuje nesystematické riziko (někdy též označované jako idiosynkratické riziko) variabilitu výkonnosti podniku dosahovanou nad rámec plně diverzifikovaného tržního portfolia a je příslušné konkrétnímu podniku. Dle Weiganda (2014) parametr  $\beta$  (dále také jako beta) do modelu zakomponovává závislost tržního cenového vývoje akcií podniku na cenovém vývoji trhu a představuje tak komponentu, díky které je možné uvažovat v modelu oceňování kapitálových aktiv systematické riziko příslušné ke konkrétnímu předmětu podnikatelské činnosti konkrétního podniku. Hodnoty  $\beta > 1$  znamenají vyšší závislost na systematickém riziku, u těchto typů akcií je možné očekávat vyšší zhodnocení, ale rovněž i vyšší případný propad, než u průměru trhu. Je-li  $\beta < 1$ , akcie podniku vykazují dlouhodobě nižší systematické riziko, než je průměr trhu, u těchto typů podniků je možné očekávat menší propady tržní ceny akcií, než v případě průměru širšího trhu, rovněž i jejich růst je méně závislý na výkonu širšího trhu a v komparaci s ním dosahují menšího růstu. Je-li  $\beta = 1$ , akcie podniku vykazují identickou závislost na cenovém vývoji průměru trhu a disponují identickým systematickým rizikem. Nabývá-li hodnota koeficientu beta záporných hodnot, akcie podniku vykazují zápornou korelaci s cenovým vývojem benchmarku. Weigand (2014, s. 250–251) definuje beta jako:

$$\beta_x = \frac{\sigma_{x,m}}{\sigma_m^2} \quad (4.1)$$

kde:

$\beta_x$  je systematické riziko závislosti cenového vývoje akcií podniku x na cenovém vývoji benchmarku m,

$\sigma_{x,m}$  je kovariance cenových fluktuací akcií podniku x vůči benchmarku m za období a  $\sigma_m^2$  rozptyl cenových fluktuací benchmarku m ve stejném období.

Pro analýzu výkonnosti, jež umožňuje využít při kalkulaci oportunitní náklady; vyjádřené nákladovostí vlastního kapitálu s využitím modelu oceňování kapitálových aktiv; je možné užít finančního ukazatele ekonomické přidané hodnoty (angl. Economic Value Added, dále také jako EVA). EVA umožňuje vyhodnocovat výkonnost podniku z pohledu majitelů podniku a je tak vhodným doplňkem pro běžné finanční ukazatele výkonnosti, které neberou v potaz náklady obětované příležitosti. Ukazatel byl vyvinut americkou konzultační analytickou společností Stern Stewart and Co. v roce 1993, podle Arnolda (2019, s. 688) se jedná o jednu z nejčastěji užívaných metod pro hodnocení výkonnostních metrik podniků. EVA je definována jako:

$$EVA = EBIT \cdot (1 - T) - C_c \cdot WACC = NOPAT - C_c \cdot WACC \quad (5.1)$$

kde:

EVA je ekonomická přidaná hodnota,

EBIT provozní zisk před úroky a zdaněním,

T efektivní daňová sazba daně z příjmu,

$C_c$  dlouhodobě investovaný kapitál, jež je definován jako hodnota aktiv snížená o krátkodobé závazky,

NOPAT čistý provozní zisk a

WACC průměrné vážené náklady na kapitál.

Jak dále uvádí Arnold (2019), je-li hodnota EVA kladná, podnik generuje ekonomickou přidanou hodnotu, je-li záporná, podnik ekonomickou přidanou hodnotu nevytváří. Ross a Westerfield (2016, s. 413–416) definují vážené náklady na kapitál jako:

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot r_E + \frac{D}{V} \cdot r_D \cdot (1 - T) \quad (6.1)$$

kde:

E je vlastní kapitál,

V celková aktiva,

D celkový dluh,

$r_e$  náklady na vlastní kapitál,

$r_d$  náklady na cizí kapitál a

T efektivní daňová sazba.

Jak dále uvádí Ross a Westerfield (2016), sledování vývoje průměrných vážených nákladů na kapitál by mělo být nedílnou součástí finančního managementu pro nalezení odpovědi na vhodné využití finanční páky podniku a docílení optimalizace kapitálové struktury prostřednictvím působení daňového štítu. Podle Čížinské (2018) lze optimální kapitálovou strukturu definovat jako složení dlouhodobého kapitálu podniku, při kterém jsou průměrné vážené náklady na kapitál minimální.

#### 2.1.4 Modely stanovení vnitřní hodnoty akcie s využitím scénářů vývoje

Jak uvádí Brigham a Houston (2014, s. 305–320), vnitřní hodnota představuje férové ocenění konkrétního finančního instrumentu, odhadované na základě diskontování budoucích finančních toků, kapitálové aprece a délce životnosti konkrétního finančního instrumentu, přičemž pro její konkrétní odhad se u kmenových akcií nejčastěji užívá dividendový diskontní

model a model diskontovaného cash flow, někdy také označovaný jako korporátní oceňovací model, kromě těchto modelů se rovněž užívají modely využívající pro stanovení vnitřní hodnoty akcie různých metrik kapitálového trhu. Smyslem vnitřní hodnoty je nalezení vhodných investičních příležitostí u finančních instrumentů s tržní hodnotou pod odhadovanou vnitřní hodnotou a eliminace nevhodných investičních příležitostí s tržní hodnotou nacházející se nad odhadovanou tržní hodnotou. Oproti tržní hodnotě akcie vnitřní hodnotu akcií nelze přímo odvozovat, ale je nutné je odhadovat, podle teorie vnitřní hodnoty by měla nastat tržní rovnováha vzhledem k ocenění akcií právě ve chvíli, kdy se tržní a vnitřní hodnoty akcií vyrovnají. U efektivně fungujícího akciového trhu by odchylky tržních cen od odhadů vnitřní hodnoty měly být co nejmenší.

Přestože lze využít značné množství zavedených zvyklostí pro oceňování kmenových akcií modely pro stanovení vnitřní hodnoty, pro určení vnitřní hodnoty akcie není exaktně stanoven jednotný přístup, či metodika. Volba oceňovacího modelu pro stanovení teoretické hodnoty je závislá na individuálním posouzení konkrétního analytika, či instituce a je tak závislá nejen na individuálních fundamentálních podkladech, ale také na formě a kvalitě jejich interpretace. Dle Damodarana (2015, s. 72–74) modelové přístupy ke kalkulaci vnitřní hodnoty vychází z fundamentálních charakteristik, historických časových řad a analytiky predikovaných stavů jejich vývoje, tyto předpoklady však nemusí nutně odpovídat tržnímu cenovému vývoji daného finančního instrumentu, jehož vývoj může být v krátkém období ovlivněn z větší části globálním tržním optimismem, či pesimismem, spíše než fundamentálním očekáváním, v tomto ohledu je vnitřní hodnota kompromisním řešením poskytujícím aproximaci očekávaného stavu tržního cenového vývoje. Předpokladem pro stanovení vnitřní hodnoty je dostupnost časových řad, zahrnujících historická účetní data i tržní cenové kotace, a jejich předpokládaný vývoj, nejčastěji zjišťovaný jako průměr analytických predikcí. Při neexistujících predikcích analyzovaných proměnných se zvyšuje závislost a přesnost výsledků fundamentální analýzy na schopnostech a zkušenostech analytika, i z těchto důvodů může být vyšší odchylka ve stanovení vnitřních hodnot u analyzovaných podniků s nižší dostupností fundamentálních datových podkladů a malým nebo neexistujícím počtem analytických predikcí vývoje. Jedním z hlavních argumentů pro využití oceňovacích modelů je fakt, že nabízejí pragmatický přístup k ex-post analýze kvantitativních proměnných s aplikací matematicko-statistických metod.

Použití scénářových variant umožňuje variantní řešení modelových situací dle variability predikovaných proměnných, na niž je vnitřní hodnota akcie závislá. Fotr a Hnilica (2014) definují obecně scénář jako vnitřně logický pohled na vývoj budoucí situace, jež dokáže nahrazovat jinak uplatňovaný deterministický pohled na budoucnost. Při existujícím větším množství alternativních scénářů, jejichž potenciální důsledky je možné systematicky prozkoumat a vyhodnotit, je možné využít scénáře pro zpřesnění odhadů vývoje klíčových trendů v řízení současných podnikových procesů způsobem, jež bude přesněji odpovídat vývoji dané scénářové varianty, alternativně lze volit scénářové varianty pro predikci makro i mikroekonomických faktorů a na základě nich vytvořit odpovídající řešení dané varianty. Vytvoření strategických variant je možné uplatnit ve strategickém rozhodování jako podporu rozsahu i koncepčních odlišností vytvářených variant. Jak uvádí Fotr a Souček (2019), je možné uplatnit scénářové varianty při analýze rizika a hodnocení variant vzhledem k souboru vytvořených scénářů. Podle Hanzelkové et al. (2017) se nejčastěji formulují tři základní scénářové varianty, pesimistická, optimistická a varianta jejíž pravděpodobnost výskytu je nejvyšší, v tomto pojetí umožňují scénářové varianty vytvořit horní i spodní odhad dopadů negativních i pozitivních působení na podnik a stanovit tak realistická očekávání vzhledem k budoucímu vývoji a variabilitě proměnných.

Podle Brighama a Houstona (2014, s. 305–307) by cílem podniku i finančního manažera zastupujícího podnik veřejně obchodovaný na kapitálovém trhu měla být maximalizace jeho tržní kapitalizace, nejčastěji prostřednictvím apreciacie tržní ceny kmenových akcií, na základě kladného očekávání hospodářských výsledků. Z pohledu dlouhodobého investora, který preferuje fundamentální přístup k oceňování podniku, či finančního instrumentu, je dle teorie vnitřní hodnoty klíčový odhad limitní ceny instrumentu pro vstupu do krátké, nebo dlouhé pozice, odhad by měl fundamentálně odpovídat vnitřní hodnotě finančního instrumentu.

Dle Dvořáka et al. (2014) je jedním z přístupů ke stanovení vnitřní hodnoty je diskontování budoucích toků spojených s vlastnictvím finančního instrumentu, v případě kmenových akcií se jedná o diskontování budoucích dividendových plateb vyplácených podnikem akcionářům, diskontovaných o náklady na investovaný kapitál. Matematicky lze výchozí stanovení vnitřní hodnoty akcie popsat jako součet očekávané dividendy za období a očekávané ceny akcie na konci období, upravených o diskontní faktor představující náklady na vlastní kapitál v daném období. Při iteraci výpočtu pro více období můžeme nahradit vnitřní hodnotu akcie na konci n-tého období součtem podílů očekávaných dividend a diskontních faktorů pro jednotlivá období, výsledkem čehož získáme vztah pro výpočet vnitřní hodnoty akcie pro n-let vyjádřený jako:

$$V_0 = \sum_{j=1}^n \frac{D_j}{(1+r)^j} + \frac{V_n}{(1+r)^n} \quad (7.1)$$

kde:

$V_0$  je vnitřní hodnota akcie,

$D_j$  je dividendy očekávaná na konci j-tého, resp. n-tého období,

$V_n$  predikovaná tržní cena na konci n-tého období,

$r$  jsou náklady kapitálu, někdy též označované jako požadovaná výnosnost investice.

Jak dále uvádí Dvořák et al. (2014), budeme-li uvažovat nekonečnou dobu splatnosti finančního instrumentu, suma podílů očekávané tržní ceny instrumenty vůči diskontnímu faktoru je současně vyjádřením konvergující geometrické posloupnosti, jež se limitně přibližuje nule<sup>1</sup> a vnitřní hodnotu lze v takovém případě vyjádřit jako:

$$V_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{D_j}{(1+r)^j} \quad (7.2)$$

kde proměnné, jsou shodné s proměnnými ve vzorci (7.1).

Dvořák a Radová (2013) uvádějí, že pro širší aplikaci a vzhledem k omezeným možnostem predikování vývoje dividend v jednotlivých obdobích se vzorec upravuje o koeficient očekávaného konstantního růstu dividend<sup>2</sup>, pomocí něhož lze vyjádřit vnitřní hodnotu finančního instrumentu jako:

$$V_0 = \sum_{j=1}^{\infty} D_0 \cdot \frac{(1+g)^j}{(1+r)^j} \quad (7.3)$$

kde:

<sup>1</sup>  $\sum_1^{\infty} \frac{V_n}{(1+r)^n} = \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{V_n}{(1+r)^n} = 0$  pro  $n \rightarrow \infty$ .

<sup>2</sup>  $D_{j+1} = D_j \cdot (1+g) \Rightarrow D_1 = D_0 \cdot (1+g)$  kde  $D_j$ , resp.  $D_{j+1}$  je dividendy v j-tém období, resp. v období j+1 a  $g$  je konstantní roční míra růstu dividend.

$D_0$  je dividenda vyplacená na konci minulého období,  
 $g$  je predikovaná roční míra růstu dividend a ostatní proměnné jsou shodné s předchozími.

Po úpravách sumace prostřednictvím vyjádření vzorce (7.3) jako geometrické posloupnosti s nekonečným součtem a uvažováním  $r > g$  je dle téhož zdroje možné zapsat vnitřní hodnotu akcie jako:

$$V_0 = \frac{D_1}{r - g} \quad (7.4)$$

kde:

$V_0$  je vnitřní hodnota akcie;

$D_1$  je konstantní absolutní výše dividendy za období;

$g$  konstantní roční míra růstu dividend;

$r$  jsou náklady kapitálu, někdy též označované jako požadovaná výnosnost investice.

Tento model stanovení vnitřní hodnoty je podle Dvořáka a Radové (2013) označován jako Gordonův model (angl. Gordon growth model, dále také jako dividendový diskontní model nebo DGM). Dalším z modelů pro stanovení vnitřní hodnoty akcie je model využívající ukazatelů kapitálového trhu, jež představují podíl tržní ceny akcie vůči výnosu na akcii, účetní ceně na akcii, nebo vůči obratu na akcii. Tyto modely lze souhrně označit jako historické ziskové modely. Nejčastěji využívaný historický ziskový model, jež využívá pro kalkulaci P/E poměru<sup>3</sup>. Jak uvádí Brueggeman a Fisher (2018), interpretace vnitřní hodnoty tímto způsobem může však z důvodů diskutovaných v kap. 2.2.3 být pro realitní investiční fondy zavádějící, proto je v případě realitních investičních fondů vhodné nahradit výnos na akcii finančními prostředky z provozní činnosti (FFO), takto definovanou vnitřní hodnotu akcie lze matematicky popsat jako:

$$V_0 = FFO_1 \cdot (P/FFO) \quad (8.1)$$

kde:

$V_0$  je vnitřní hodnota akcie,

$FFO_1$  jsou finanční prostředky z provozní činnosti realitního investičního fondu očekávané v budoucím období připadající na akcii,

$P$  je tržní cena akcie a

$FFO$  finanční prostředky z provozní činnosti za období připadající na akcii.

Alternativně lze dle autorů v témže zdroji vnitřní hodnotu stanovit nahrazením  $FFO$  jejich adjustovanou formou:

$$V_0 = AFFO_1 \cdot (P/AFFO) \quad (8.2)$$

Kde  $AFFO_1$  jsou adjustované finanční prostředky z provozní činnosti realitního investičního fondu očekávané v budoucím období na akcii,  $AFFO$  adjustované finanční prostředky z provozní činnosti za současné období na akcii, ostatní proměnné jsou shodné s vzorcem (8.1).

Jak dále uvádí Brueggeman a Fisher (2018, s. 703), lze alternativně stanovit vnitřní hodnotu akcie jako násobek očekávané hodnoty  $FFO$ , respektive jako násobek očekávané hodnoty  $AFFO$  v následujícím období, a to na základě přiřazení průměrných historických násobků  $FFO$  a  $AFFO$  realitního investičního fondu, zařazených do kontextu hospodářského cyklu a jeho vlivu na očekávanou změnu výnosů fondu, rovněž lze postupovat komparativním

---

<sup>3</sup>  $V_0 = E_1 \cdot (P/E)$ , kde  $V_0$  je vnitřní hodnota akcie,  $E_1$  výnos na akcii očekávaný v příštím období a  $P/E$  podíl tržní ceny akcie ( $P$ ) vůči výnosu na akcii ( $E$ ) realizovaných historicky v minulém období.

způsobem v rámci srovnatelných realitních investičních fondů a stanovit násobek parametrů i případnou variabilitu dle odvětvových průměrů. Přestože objektivní datové podklady tvoří nedílnou součást stanovení vnitřní hodnoty na základě násobků FFO a AFFO, jedná se subjektivní analytický proces, jehož výsledek je závislý na zvolené metodologii i zkušenostech analytika.

Podle Brueggemana a Fishera (2018, s 705) je poslední z nejčastěji používaných metod oceňování realitního investičního fondu pro stanovení vnitřní hodnoty akcií, metoda založená na stanovení čisté hodnoty aktiv (angl. Net Asset Value, dále také jako NAV) realitního investičního fondu. Model stanovení vnitřní hodnoty prostřednictvím NAV vychází z předpokladu, že převážnou část aktiv realitních investičních fondů tvoří nemovitosti a převážnou část jeho pasiv tvoří závazky, které jsou spojeny s jejich vlastnictvím. Je-li možné odečíst hodnotu těchto závazků od současné tržní hodnoty nemovitostního portfolia realitního investičního fondu, čistou účetní hodnotu aktiv fondu, kterou lze rovněž využít jako indikátor změn ve vlastním kapitálu fondu. Hlavním problémem při stanovení NAV je však určení současné tržní ceny nemovitostního portfolia fondu, jelikož realitní investiční fondy až na výjimky pravidelně zveřejňují pouze účetní hodnotu svých aktiv a nereportují odhady jejich aktuálních tržních cen, které je v takovém případě nutné určit analytickým odhadem, tento odhad však může být zatížen značnou mírou chybovosti.

Jak dále uvádí Brueggeman a Fisher (2018), stejně jako v případě ukazatelů kapitálového trhu, které komparují tržní cenu podniku s jeho účetní hodnotou na akcii (P/B), lze v případě realitních investičních fondů komparovat tržní cenu na akcii s čistou hodnotou aktiv fondu na akcii. Je-li poměr tržní ceny na akcii vůči NAV na akcii vyšší než 1, obchodují se akcie takového realitního investičního fondu s prémie, kterým se rozumí kladná tržní cenová divergence, respektive kladná diference tržní ceny vůči čisté hodnotě aktiv na akcii realitního investičního fondu. Je-li poměr tržní ceny na akcii vůči NAV na akcii nižší než 1, obchodují se akcie realitního investičního fondu pod čistou hodnotou aktiv fondu. Bez širšího kontextu však nelze jednoznačně stanovit, je-li aktuální poměr tržní ceny na akcii vůči čisté hodnotě aktiv fondu výhodný pro potenciálního investora, zjištěnou hodnotu násobku NAV je vhodné komparovat s historickými, případně s hodnotami násobku NAV, za které se obchodují realitní investiční fondy se srovnatelnou portfoliovou expozicí a i ty je nutné zařadit do kontextu hospodářského cyklu a upravit o případné změny ve vývoji čisté hodnoty aktiv fondu, ať už z důvodu změn v zadlužení, divestic nebo investic. Jelikož není ve většině případů možné určit aktuální tržní cenu nemovitostí realitního investičního fondu, lze pro stanovení očekávaného násobku NAV použít průměrné kapitalizační míry, které fond dosahuje a výnosů z provozní činnosti fondu (NOI). U saturovaných odvětví se předpokládá stanovení vnitřní hodnoty akcií odpovídající NAV podniku. Brueggeman a Fisher (2018, s. 705) definují vztah mezi čistou hodnotou aktiv fondu, kapitalizační mírou a výnosy z provozní činnosti jako:

$$NAV = \frac{NOI}{C_r} \quad (9.1)$$

Kde:

NAV je čistá hodnota aktiv,

NOI je čistý provozní příjem z nemovitostí realitního investičního fondu za období a

$C_r$  je průměrná vážená kapitalizační míra, dosažená realitním investičním fondem za období.

Pod čistým provozním příjmem z nemovitostí realitního investičního fondu (angl. Net Operating Income, dále také jako NOI) se dle Brueggemana a Fishera (2018) rozumí rozdíl mezi příjmy generované pronájmem nemovitostí a přímými náklady na ně vynaloženými, tyto náklady však nezahrnují, na rozdíl od kalkulace EBIT, odpisy a amortizaci, uvažují se však

majetkové daně, nejsou-li hrazeny za pronajímatele nájemcem. Kapitalizační mírou, někdy též označovanou jako kapitalizační poměr, se rozumí podíl čistého příjmu z pronájmu nemovitostí vůči tržní ceně nemovitostí, na rozdíl od odhadu tržních cen nemovitostního portfolia bývá tento údaj realitními investičními fondy pravidelně reportován. Není-li k dispozici, je možné aproximovat hodnotu kapitalizační míry na základě průzkumu trhu a dat z konkurenčních realitních investičních fondů. Pro získání NAV v případě realitních investičních fondů operujících s cizím kapitálem je nutné odečíst od výsledné hodnoty získané ze vzorce 9.1 celkové závazky. Věnuje-li se realitní investiční fond v rámci analyzovaného období mimořádně developerské činnosti, nad rámec průměrného tempa a potýká-li se v důsledku toho s dočasně nižší obsazeností nemovitostního portfolia, je místo současného NOI fondu vhodné užít odhadů projekce vývoje NOI v následujících letech.

## 2.2 Realitní investiční fond

Dle Národní Asociace Realitních Investičních Fondů (2020), (angl. National Association of Real Estate Investment Trusts, dále také jako NAREIT), je obecně možné realitní investiční fond (angl. Real Estate Investment Trust, dále také jako REIT, případně REITs) definovat jako podnik, jehož primární příjem generují nemovitosti. Realitní investiční fondy nabízejí investorům stabilní příjem, avšak pouze omezené možnosti kapitálového zhodnocení, za jinak stejných podmínek. Většina realitních investičních fondů v USA je veřejně obchodována na kapitálovém trhu, díky čemuž nabízejí realitní investiční fondy, na rozdíl od klasického vlastnictví nemovitostí fyzickými osobami, likvidní alternativu investic do nemovitostního sektoru. Realitní investiční fond v nejširším pojetí představuje otevřený, nebo uzavřený fond, jehož primární činnosti jsou investice a podnikání spojené s nemovitostmi. Realitní investiční fondy investují do celého spektra nemovitostí, rezidenčních, komerčních, zdravotnických, průmyslových, kancelářských, logistických a dalších. V roce 2020 byly ve vlastnictví realitních investičních fondů se sídlem na území v USA v majetku nemovitostní aktiva v pořizovací hodnotě zhruba 3 biliony USD, z toho zhruba 2 biliony USD v majetku veřejně obchodovaných realitních investičních fondů, jež představují více než 500 tisíc nemovitostí. Tržní kapitalizaci všech veřejně obchodovaných realitních investičních fondů v USA odhaduje NAREIT (2020) na více než 1 bilion USD.

### 2.2.1 Legislativní vymezení a daňová specifika realitních investičních fondů

Jak uvádí Aalberts (2018, s. 170–171), bylo původním záměrem zavedení realitních investičních fondů v USA omezit vliv státních regulací nastavených vůči klasickým obchodním korporacím. Realitní investiční fondy umožnily i malým investorům investovat do široce diverzifikovaného portfolia nemovitostí a snížit riziko plynoucí z vlastnictví jedné nebo několika nemovitostí. Na významu ve využití začaly dle Aalberste v USA realitní investiční fondy nabývat v šedesátých letech 20. století po novelizaci zákona, jež umožnil realitním investičním fondům nedanit příjmy distribuované příjemcům ve formě dividend na úrovni fondu. Jak uvádí Wiedemer a Baker (2013), na statut realitního investičního fondu jsou kladeny legislativní požadavky, jež musí splňovat. Kontrolu dodržování a platnosti legislativních nařízení realizuje finanční a daňová správa Spojených států (angl. Internal Revenue Service, dále také jako IRS). § 856 zákona č. 26 o federálních daních z příjmů v USA definuje realitní investiční fond (angl. Real Estate Investment Trust, dále také REIT) jako korporaci, trust, nebo spolek, který je řízen jedním nebo více správci, či řediteli, má vymezenou vlastnickou strukturu podíly, které lze převádět, podléhá zdanění stejně jako ostatní korporace se sídlem v USA, není finanční institucí, ani pojišťovnou, jeho vlastnické podíly jsou v držbě alespoň 100 nebo více subjekty (osobami či korporátními entitami), na něž se vztahují ustanovení části k) upravující účetní evidenci hotovosti a zároveň splňuje



požadavky vymezené v oddílu c) tohoto zákona. Oddíl c) dále upravuje realitní investiční fond jako entitu, která se rozhodne pro dané zdaňovací období být vedena jako realitní investiční fond, nebo tak již učinila v minulosti a dosud nedošlo ke zrušení tohoto rozhodnutí.

Na realitní investiční fondy jsou rovněž kladeny legislativní nároky spojené se zastoupením objemu příjmů generovaných ze specifikovaných typů aktiv a podnikatelských a investičních činností. Podle § 856 téhož zákona oddílu c) pododdílu 2 musí alespoň 95 % hrubých příjmů realitního investičního fondu pocházet z dividend, úroků, pronájmu nemovitostí, výnosů z prodeje nemovitostí, akcií, finančních instrumentů, daňových úlev a vratek ze zdanění nemovitého majetku, příjmů z dražeb nemovitostí, příjmů vyplývajících z provizí a z výnosů spojených s uzavřením smluv o nákupu, pronájmu, či sekuritizaci nemovitostí (včetně případných úroků z nich plynoucích), a příjmů z propachtovaných nemovitostí určených k těžbě dřeva (je-li alespoň 50 % hodnoty z celkových aktiv realitního investičního fondu spojeno s produkcí dřevní hmoty). Dále podle pododdílu 3 zároveň alespoň 75 % z hrubých příjmů realitního investičního fondu musí pocházet z pronájmu nemovitostí, z úroků z obligací z úvěrů sekuritizovaných nemovitostmi, nebo z těchto úvěrů samotných, z dividend nebo výnosů z prodeje, či jiných typů dispozic převoditelných podílů mezi jinými realitními investičními fondy, daňových úlev a vratek ze zdanění nemovitého majetku, příjmů z dražeb nemovitostí, příjmů vyplývajících z provizí a výnosy spojených s uzavřením smluv o nákupu, pronájmu, či sekuritizaci nemovitostí (včetně případných úroků) a z dočasných investičních výnosů.

Pododdíl 4 dále upravuje definici realitního investičního fondu podle účetní hodnoty aktiv dosahovaná na konci všech kvartálů ročního účetního období. Nejméně 75 % účetní hodnoty celkových aktiv realitního investičního fondu musí být reprezentováno nemovitým majetkem, hotovostí a cennými papíry emitovanými ministerstvem financí Spojených států amerických a zároveň nesmí více než 25 % účetní hodnoty aktiv fondu představovat cenné papíry (s výjimkou předešlých emitovaných ministerstvem financí USA), ne více než 20 % aktiv reprezentovaných cennými papíry nesmí pocházet z emisí jedné, či více dceřinných entit realitního investičního fondu a maximálně 25 % majetku fondu mohou představovat krátkodobé a dlouhodobé dluhové instrumenty veřejně obchodovaných realitních investičních fondů. Potenciální příjem z prodeje, nebo držby (úroků) těchto veřejně obchodovaných dluhových instrumentů jiných realitních investičních fondů se započítává do příjmového testu 95 % příjmů definovaných podle 2. článku výše zmíněného zákona.

§ 857 zákona č. 26 o federálních daních z příjmů v USA upravuje daňové povinnosti realitního investičního fondu. V rámci legislativní úpravy platné do roku 1999 byl povinen realitní investiční fond distribuovat nejméně 95 % ze svých zdanitelných příjmů pocházejících z běžné činnosti fondu, definované dle § 856 téhož zákona, novelizace zákona z roku 1999 (REIT Modernization Act) snížila s účinností od 1.1.2001 minimální hranici na 90 %. Jak dále uvádí Howe (2004, s. 369-388), po novelizaci zákona, jež umožnila zvýšení disponibilního využití zdanitelných příjmů realitním investičním fondem, došlo ke snížení systematického rizika a zvýšení průměrné čisté hodnoty aktiv realitních investičních fondů. Tato právní úprava umožňuje investorům komparovat třídu aktiv akcií realitních investičních fondů s alternativou osobního vlastnictví, pronájmu a správy nemovitostí a zvyšuje atraktivitu realitních investičních fondů jako investičního nástroje.

Realitní investiční fondy podlehají v USA stejnému principu zdanění jako ostatní typy investičních fondů a obchodních korporací, veškeré jejich příjmy musí být zdaněny nejprve na úrovni fondu, liší se však v možnostech daňově uznatelných odčitatelných položek, které mohou významně snižovat jejich efektivní daňovou sazbu, případně zcela eliminovat daňovou zátěž realitních investičních fondů. Podle § 857 zákona č. 26 o federálních daních z příjmů v USA je na příjem inkasovaný z pronájmu nemovitostí pohlíženo stejně, jako na příjem z

podnikatelské činnosti, realitní investiční fondy mohou veškeré výdaje, jež souvisí s jejich běžnými provozními činnostmi, definovanými dle § 856 téhož zákona, snížit o přímé náklady vynaložené na jejich dosažení, navíc však mohou ze svého daňového základu odečíst veškeré hotovostní distribuce vyplacené formou dividend držitelům akcií. V případě, že realitní investiční fondy distribuují akcionářům alespoň 90 % ze svých zdanitelných příjmů prostřednictvím dividend a současně generují dostatečný objem daňově uznatelných nákladů ze své běžné činnosti, mohou dosahovat velmi nízké až nulové efektivní daňové sazby. Je-li však v daném daňovém období i po vyplacení hotovostních distribucí formou dividend ve fondu zadržován pozitivní hospodářský výsledek, je daněn stejnou sazbou, jako jiné příjmy obchodních korporací, od roku 2017 je v USA daňová sazba právnických osob stanovena na 21 %.

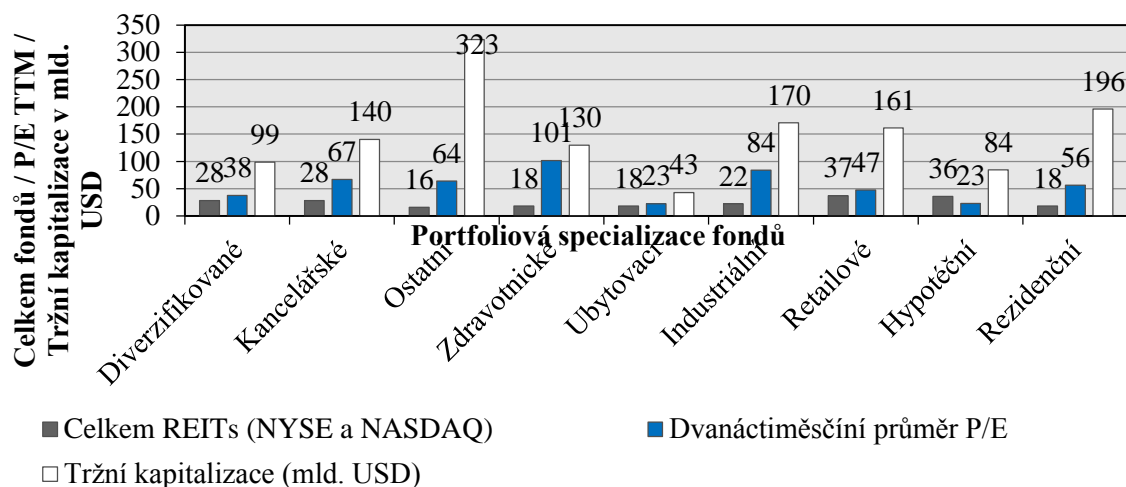
## 2.2.2 Klasifikace realitních investičních fondů

Realitní investiční fondy veřejně obchodované na kapitálovém trhu je podle Blocka (2011, s. 5–6) možné dělit na fondy, jež se specializují na koncové vlastnictví a pronájem nemovitostí (angl. equity REIT, dále také jako eREIT) a na fondy, jejichž primární činností je správa hypotečních úvěrů (angl. Mortgage REIT, dále také jako mREIT). Vedle realitních investičních fondů veřejně obchodovaných na kapitálovém trhu existují i realitní investiční fondy, jež nejsou pravidelně veřejně obchodovány na kapitálovém trhu avšak stále disponují registrací pod Komisí pro kontrolu cenných papírů Spojených států (SEC) a jsou k dispozici pouze kvalifikovaným skupinám investorů za omezených podmínek (angl. Publicly non-listed REITs, dále také jako PNL-REITs). Poslední kategorií jsou soukromé realitní investiční fondy (angl. Private REITs), které nejsou registrovány pod SEC a s jejich akciemi se veřejně neobchoduje na kapitálovém trhu, vlastníky těchto fondů jsou nejčastěji soukromé entity, případně institucionální investoři. Podle informací Komise pro kontrolu cenných papírů Spojených států bylo v USA v roce 2019 evidováno 1122 realitních investičních fondů registrovaných pod SEC, z toho 293 fondů bylo veřejně obchodováno na kapitálových trzích a 137 fondů bez veřejného zalistování a s omezeným sekundárním trhem (PNL-REITs). Zbývající část tvoří uzavřené a soukromé realitní investiční fondy, které plní dohledové požadavky SEC, v některých případech se jedná o čerstvě registrované entity, v jiných o právě rušené fondy, ať už na základě vlastních žádostí, nebo na základě změny identifikace způsobené nedodržením podmínek kladených na zachování statutu realitního investičního fondu IRS.

Realitní investiční fondy je možné dále dělit podle jejich specializace, kterou se nejčastěji rozumí většinové nebo nejvyšší portfoliové zastoupení konkrétního využití pronajímaných nemovitostí nájemci realitního investičního fondu nebo poskytované služby, a to na diverzifikované, industriální, rezidenční, zdravotnické, kancelářské, hypoteční, ubytovací, retailové a ostatní. Celková tržní kapitalizace realitních investičních fondů veřejně obchodovaných na NYSE a NASDAQ činila podle ICE Data Services (2020) k 31.1.2020 1,35 bilionu USD (viz Graf 1). Do kategorie diverzifikovaných realitních investičních fondů se řadí fondy disponující široce diverzifikovaným portfoliem nemovitostí, z tohoto typu equity REIT se na NYSE a NASDAQ obchodovalo celkem 28 fondů s celkovou tržní kapitalizací 98,5 miliardy USD a dvanáctiměsíčním průměrný P/E 37,5. Industriální, nebo také průmyslové realitní investiční fondy, disponují zejména sklady, výrobními areály a logistickými centry, NASDAQ a NYSE evidovaly 22 veřejně obchodovaných industriálních fondů s průměrným dvanáctiměsíčním P/E poměrem 84 a celkovou tržní kapitalizací 170,5 mld. USD. Rezidenční realitní investiční fondy se specializují na developerskou činnost spojenou s výstavbou, prodejem, pronájmem a správou obytných budov, rodinných i bytových domů včetně větších uzavřených komunitních center, na NYSE a NASDAQ se

veřejně obchodovalo 18 fondů tohoto typu s průměrným dvanáctiměsíčním poměrem tržní ceny akcií a výnosu na akcii 56 a celkovou tržní kapitalizací 195,6 mld. USD.

Graf 1 Realitní investiční fondy veřejně obchodované na NYSE a NASDAQ dle specializace, počtu, P/E TTM a tržní kapitalizace (k 31.1.2020)



Zdroj: ICE Data Services (2020). Vlastní zpracování.

Zdravotnické realitní investiční fondy se specializují na pronájem a správu nemovitostí určených k provozu zdravotnických zařízení, zejména nemocnic, zdravotních center a pečovatelských domů, NYSE a NASDAQ eviduje celkem 18 fondů s touto specializací, s průměrným dvanáctiměsíčním P/E 101,2 a celkovou tržní kapitalizací 129,8 mld. USD. Veřejně obchodovaných fondů s většinovým portfoliovým podílem kancelářských budov bylo v rámci NYSE a NASDAQ evidováno 28, s P/E TTM 67 a tržní kapitalizací 140,4 mld. USD. Hypotéční realitní investiční fondy se specializují na činnosti spojené s poskytováním nebo správou hypotéčních úvěrů, hypotéční zástavní listy a práva (angl. mortgage servicing rights), jež jim umožňují provádět správu hypotéčních úvěrů, nakupují od poskytovatelů těchto úvěrů (nejčastěji bank), při čemž přebírají odpovědnost za riziko spojené s inkasem a vymáhání splátek jistin a úroků, za tuto činnost inkasují část úrokových plateb, mohou se angažovat také v oblasti dražeb nemovitostí a dalších činnostech spojených s vymáháním nemovitostmi zajištěných pohledávek, na NYSE a NASDAQ se obchodovalo celkem 36 mREITs s průměrným dvanáctiměsíčním P/E 23,1 a celkovou tržní kapitalizací 84,5 mld. USD.

Mezi ubytovací realitní investiční fondy se řadí fondy vlastníci nemovitosti určené k poskytování krátkodobého ubytování, jedná se zejména o hotelové komplexy či motely, na NASDAQ a NYSE se veřejně obchodovalo celkem 18 fondů s touto specializací, s průměrným dvanáctiměsíčním P/E 22,5 a celkovou tržní kapitalizací 42,7 mld. USD. Retailové realitní investiční fondy disponují vlastnictvím nebytových prostor určených k prodeji zboží a služeb, typicky se jedná o obchodní centra, či samostatné obchodní jednotky v komerčních zónách, na nejlíkvinnějším americkém kapitálovém trhu se obchodovalo 37 retailových realitních investičních fondů s dvanáctiměsíčním průměrným poměrem tržní ceny kmenových akcií a výnosu na akcii ve výši 47,4 a celkovou tržní kapitalizací 161,4 mld. USD. Mezi realitní investiční fondy se specializací v ostatních typech činností se řadí fondy v jejichž majetku jsou například datová centra, zemědělská půda, lesy, nebo soukromé věznice. Celkový počet fondů v kategorii s ostatním typem specializace na trhu NASDAQ a NYSE je 16, s průměrným TTM P/E 64,0 a tržní kapitalizací ve výši 323,3 miliard USD.

### 2.2.3 Specifika analýzy realitních investičních fondů

Jak uvádí Brueggeman a Fisher (2018, s. 278–288) Z důvodu specifického business modelu a majetkové i účetní struktury nelze při analýze realitních investičních fondů postupovat způsobem identickým pro obecná řešení, jež vycházejí z běžně užívaných nástrojů a metrik finanční analýzy. Pro dosažení optimalních analytických výstupů je nutné podrobit evaluaci příjmy a cash flow realitních investičních fondů s využitím ukazatelů, které respektují jejich business model a finanční strukturu. Přestože existují omezení účetních standardů daná US GAAP, jejichž implementace pro veřejně obchodované realitní investiční fondy je povinná, interpretace výkonnosti realitních investičních fondů může zkreslovat dlouhodobou výkonnost fondu, neboť přestože fondy pravidelně účetně odepisují část majetku a upravují jeho hodnotu o opotřebení, tržní hodnoty nemovitostí v dlouhém období zvyšují svou tržní hodnotu, čímž snižují přesnost hodnocení výkonnosti realitních investičních fondů pouze s využitím standardních účetních metrik.

Metodiky výpočtu FFO a AFFO podléhají interním účetním postupům jednotlivých realitních investičních fondů, metriky FFO a AFFO se tak řadí mezi non-GAAP ukazatele, které nespĺňují nároky na obecně přijímané účetní standardy dané US GAAP. Základním východiskem, které je pro analýzu výkonnosti realitních investičních fondů společné, je úprava příjmů generovaných z pronájmu nemovitostí upravená o odpisy a amortizaci, případně o výnosy z prodeje nemovitostí, takto upravené příjmy se označují jako finanční prostředky z provozní činnosti (angl. Funds From Operations, dále také jako FFO). FFO je sestaven jako součet čistých příjmů za období, k nimž se přičítá amortizace a odpisy nemovitostí, od nichž jsou odečteny výnosy z prodeje nemovitostí. FFO v této podobě přesněji reflektuje finanční výkonnost realitního investičního fondu. I v případě ukazatelů kapitálového trhu se proto pro analýzu realitních investičních fondů užívá častěji poměru tržní ceny akcií vůči FFO a nikoli vůči výnosům na kmenovou akcii (EPS). Dle Brueggemana a Fishera (2011, s. 691–693), existuje pět způsobů, kterým mohou realitní investiční fondy podporovat růst a navýšit finanční prostředky z provozní činnosti (FFO), a to:

- 1) pravidelným růstem nájemného u již pořízených nemovitostí;
- 2) růstem příjmů z nájmu prostřednictvím akviziční činnosti nových nemovitostí;
- 3) růstem příjmů prostřednictvím developerské činnosti;
- 4) růstem příjmů díky provizím a poplatkům za služby spojené se správou nemovitostí;
- 5) prostřednictvím optimalizace kapitálové struktury a využití vhodné finanční páky.

Pro zpřesnění metody FFO se dle stejných autorů užívá metoda kalkulace adjustovaných finančních prostředků z provozní činnosti (angl. Adjusted Funds From Operations, dále také jako AFFO), jejíž hlavním přínosem jsou možné úpravy FFO o kapitálové výdaje, jež jsou spojeny se správou a údržbou nemovitostního portfolia, její výpočet však není pevně stanoven a je závislý na přístupu konkrétního fondu nebo analytika a na dostupných informačních podkladech. Kapitálové výdaje na údržbu nemovitostního portfolia mají na rozdíl od účetních odpisů nemovitého majetku hotovostní charakter a proto je jejich působení na FFO negativní. Další úpravou, jež AFFO uvažuje, je úprava FFO o rozdíl mezi hotovostním a akruálním inkasem nájmu, ke kterému dochází po dobu trvání nájemního vztahu a který zahrnuje úpravu nájmu o růst cenové hladiny, nebo o předem smluvený růstový koeficient. Účetní jednotky musí podle US GAAP účetně reportovat inkasovaný nájem akruálním principem, jež lze stanovit jako průměr nájmu inkasovaného po dobu trvání nájemního vztahu (angl. straight-lined rents). V tomto pojetí tedy při růstu nájmu dochází ke zkreslení realizovaného výsledku hospodářství, již inkasovaná diference musí být dle US GAAP evidována jako příjem příštích období, jež jsou v průběhu první poloviny smluvního vztahu akruálně reportovány pod svou hotovostní výší a ve druhé polovině trvání smluvního vztahů nad akruálně deklarovanou hodnotou a zanedbávají skutečné změny v hotovostním toku. Je-li tato diference cash flow

pozitivní, zvyšuje AFFO, je-li záporná (realizovaný hotovostní tok z nájmu je nižší než jeho akruálně deklarovaná hodnota), je z pohledu metody AFFO cash flow negativní. AFFO dále uvažuje úpravu FFO o nehotovostní náklady spojené s poklesem v nájmu v době prodlevy při uvolnění nemovitostí a před jejich opětovným obsazením (angl. lease intangibles), jejichž vyčíslení je závislé na metodice konkrétního fondu. AFFO se dále v některých případech upravuje o odložené náklady příštích období (angl. deferred financing costs), související zejména s financováním investičních aktivit fondu bankovními úvěry a emisemi dluhových cenných papírů. Posledním z nejčastěji uvažovaných proměnných AFFO jsou kompenzace při změnách ve vlastním kapitálu fondu (angl. equity based compensations), ke kterým může docházet v případě emisí nových akcií, jsou-li současně jejich vlastníkům v účetním období vypláceny dividendy, jež mají za následek ředění podílů a realizované ziskovosti na akcii.

Díky odpisům nelze efektivně stanovit čistou hodnotu aktiv (angl. Net Asset Value, dále také jako NAV) realitního investičního fondu pouze s využitím základních účetních výkazů. Jak uvádí Brueggeman a Fisher (2020), uvažujeme-li, že životnost nemovitostí je významně delší, než činí doba jejich odpisů, je proto pro stanovení čisté hodnoty aktiv fondu je vhodné využít odhad tržní ceny aktiv, který lépe reflektuje současnou situaci. NAV pro realitní investiční fond lze stanovit jako tržní hodnotu všech aktiv fondu, od níž jsou odečteny závazky a dividendy vyplácené v daném období. Pro komparaci s tržní hodnotou akcií se nejčastěji stanovuje NAV na akcii, která je následně komparována s aktuální tržní cenou kmenových akcií fondu na akciovém trhu. V ideálním případě by investoři měli nakupovat akcie realitních investičních fondů, které se obchodují pod NAV, toto doporučení však platí pouze obecně, neboť je závislé na konkrétním nemovitostním portfoliu, jeho kvalitě, obsazenosti, potenciálu v rámci nemovitostní specializace a také na tržním premiu, jež jsou investoři ochotni platit za podíl ve fondu v konkrétním období hospodářského cyklu. Nejen z důvodu legislativních povinností je dividendová politika nedílnou součástí analýzy realitních investičních fondů. Pro indikaci růstových realitních investičních fondů, musí docházet nejen ke zvyšování hodnoty majetku fondu a růstu pronajímaných ploch, ale dlouhodobě také k růstu vyplácených dividend, jejichž tempo růstu by mělo u stabilizovaných realitních investičních fondů v ideálním případě překonávat tempo růstu cenové hladiny v ekonomice, u růstových realitních investičních fondů s agresivní akviziční politikou a vyšším zadlužením mohou být výkyvy v dividendové politice vyšší a tempo růstu může výrazně kolísat v závislosti na investičních aktivitách fondu, v dlouhém období by však realitní investiční fondy měly přetavovat růst nájemného v růst dividend za jinak stejných podmínek. Pro stanovení bezpečnosti dividendové politiky v případě realitních investičních fondů se nejčastěji používá výplatní poměr stanovený podílem FFO nebo AFFO vůči vyplácené dividendě, neboť finanční prostředky z provozní činnosti vystihují přesněji finanční výkonnost fondu vzhledem k jeho provozním charakteristikám. K důležitým parametrům nemovitostního portfolia realitního investičního fondu patří také informace o obsazenosti nemovitostí, struktury nájemního portfolia, vzhledem k odvětví ve kterém podnikají nájemníci, délka trvání smluvních vztahů, podmínky za kterých jsou smluvní vztahy uzavírány, kvalitativní hodnoty nemovitostí, dlouhodobá strategie fondu v oblasti investic a divestic a výnosy, které je schopen realitní investiční fond dosahovat, vzhledem ke kupním cenám nemovitostí. U nově nakupovaných nemovitostí se nejčastěji určují jako podíl ročního nájemného vůči kupní ceně nemovitosti (hrubý výnos z pronájmu, respektive z nemovitosti), u již vlastněných nemovitostí s delší platební a nákladovou historií se užívá kapitalizační míra (angl. capitalization rate), kterou Brueggeman a Fisher (2018, s. 320) definuje jako podíl čistých provozních příjmů z nemovitosti vůči tržní ceně nemovitosti v daném období. Určení kapitalizační míry je často nezbytné pro určení čisté hodnoty aktiv fondu, blíže specifikované v subkapitole 2.1.4.

### 3 Analytická část práce

V první části této kapitoly je čtenář seznámen s výstupy globální analýzy USA, jež zahrnuje analýzu historického makroekonomického vývoje včetně prognóz dalšího vývoje, dále jsou publikovány hlavní stanoviska týkající se aktuální pozice americké ekonomiky v kontextu hospodářského cyklu a je analyzován historický vývoj kapitálového trhu. Ve druhé části kapitoly jsou publikovány hlavní výstupy odvětvové analýzy sektoru retailových realitních investičních fondů, jež zahrnují rozbor historické sektorové výkonnosti, akviziční aktivity fondů, komparaci celkové výkonnosti retailových realitních investičních fondů s průměrem trhu a analýzu struktury trhu. Podkapitola 3.3 se věnuje podnikové analýze National Retail Properties, Inc., která zahrnuje seznámení s podnikem v historickém kontextu, finanční analýzu, formulování návrhů pro implementaci, stanovení scénářů vývoje, určení vnitřní hodnoty akcií realitního investičního fondu a investičního doporučení.

#### 3.1 Globální analýza

V rámci globální analýzy jsou analyzovány stěžejní makroekonomické indikátory. Pro predikci budoucího vývoje jsou vybrány referenční analytické instituce ve výhledu období let 2020 až 2022, a to Mezinárodní měnový fond (dále jako IMF), Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (dále jako OECD), Federal Open Market Committee (dále jako FOMC), The Conference Board, Inc., data poboček Federálního rezervního systému (dále jako FRED), data ICE Data Services a CME Group, Inc. V subkapitole 3.1.1 je analyzován ekonomický výstup USA reprezentovaný reálným hrubým domácím produktem, úrokové sazby, cenová hladina, nezaměstnanost, bilance a měnová politika Federálního rezervního systému a vývoj bezrizikové úrokové míry. Následující kapitola je věnována analýze hospodářské cyklu USA a subkapitola 3.1.3 se věnuje analýze kapitálového trhu.

##### 3.1.1 Analýza makroekonomického vývoje

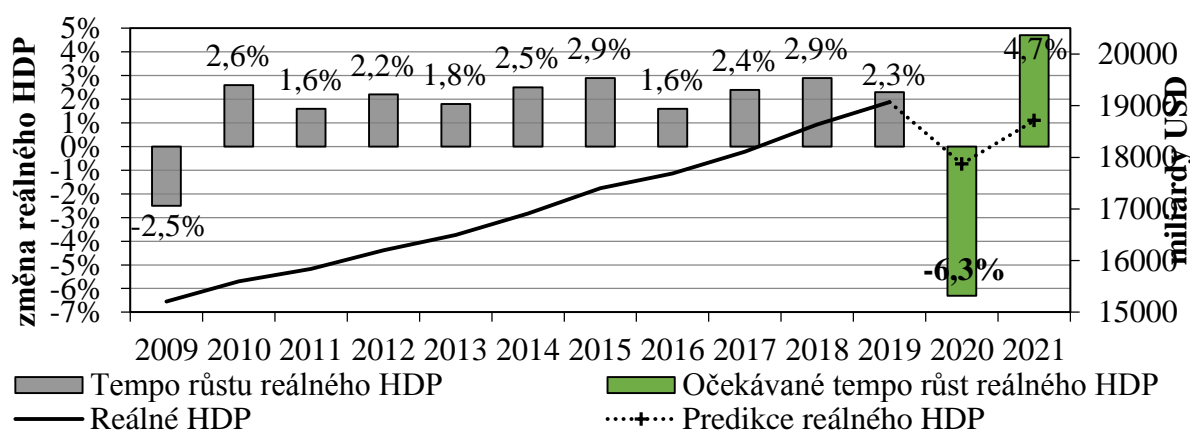
Reálný ekonomický výstup USA, měřený formou sezónně očištěného reálného hrubého domácího produktu v cenách základního období roku 2012 (viz graf 2), vykazoval v historickém období let 2009 až 2019, s výjimkou roku 2009, růst průměrným meziročním tempem ve výši 1,85 %. Předkrizového maxima reálného HDP ve výši 15,6 bilionů USD bylo dosaženo v roce 2007, v roce 2009 pokleslo reálné HDP na 15,2 bilionů USD, reálný produkt z roku 2007 překonala americká ekonomika v roce 2011, od roku 2012 do roku 2019 reálné HDP USA rostlo průměrným ročním tempem 2,35 %. Reálné HDP USA v roce 2019 činilo 19,1 bilionů USD. Pro rok 2020 předpokládalo v průběhu ledna a února 2020 OECD a FOMC růst reálného HDP o 2 %, respektive o 2,1 % v případě predikcí mezinárodního měnového fondu a odhadů The Conference Board, Inc., v roce 2020 byl očekáván průměrný růst reálného HDP USA o 2,05 %, v roce 2021 by se podle průměru původních predikcí mělo tempo růstu snížit na 1,86 % a o rok později na 1,62 %. Souhrnně ve výhledu do roku 2023 bylo v lednu a únoru dle IMF, OECD, FRED a The Conference Board, Inc. predikováno pomalé oslabování růstu americké ekonomiky, v průběhu února, března a dubna 2020 však došlo k nepředvídanému ochromení ekonomické aktivity v důsledku šíření pandemie Covid-19.

V reakci na celosvětovou pandemii došlo k přehodnocení původních očekávání vývoje reálného HDP, vzhledem k rychlosti událostí a jejich dopadů na ekonomický výstup se postupně zveřejňované predikce významně lišily v závislosti na očekávaném uvolňování ekonomických restrikcí a odhadů dlouhodobých dopadů změn na spotřebitelské chování a průmyslovou aktivitu. V první polovině dubna byly zveřejněny první predikce IMF a The

Conference Board, Inc., jež zahrnuje do svých modelů ve větší míře probíhající události. Mezinárodní měnový fond očekává pro rok 2020 snížení celosvětového HDP o 3 %, o rok později očekává růst ve výši 5,8 %, pro USA predikuje propad reálného HDP o 5,9 %, o rok později očekává růst o 4,7 %, upozorňuje však na fakt, že tento odhad může být zatížen vyšší mírou chybovosti, z důvodu stále zvýšené nejistoty a tato čísla je nutné interpretovat jako střední odhad ekonomických predikcí. The Conference Board, Inc. zveřejnil 9. dubna 2020 variantní scénáře vývoje reálného HDP v závislosti na očekávání budoucího vývoje.

Při kulminaci pandemie v průběhu dubna a rychlého oživení ekonomiky a pouze dočasných dopadech poptávkových a nabídkových šoků v průběhu prvního a druhého kvartálu letošního roku očekává TCB pokles reálného HDP USA o 3,6 %. V případě kulminace pandemie v USA v průběhu května a prodloužení restriktivních opatření až do konce druhé kvartálu 2020 očekává propad reálného HDP o 6,6 %. V případě pesimistického scénáře počítá TCB s virovou retroaktivitou a dalšími vlnami nemoci v průběhu druhého pololetí roku 2020 a prodloužením restriktivních opatření do konce roku, v tomto případě očekává meziroční pokles reálného HDP o 7,4 %, konečný odhad vývoje pro rok 2020 činí -6,3 %, v roce 2021 se očekává růst reálného hrubého domácího produktu o 4,7 %. Uvažovaná predikce reálného HDP pro účely této práce pro roky 2020 a 2021 (viz Graf 2) představuje průměr středních odhadů reálného HDP IMF a TCB.

Graf 2 Vývoj a predikce reálného HDP USA v cenách základního období 2012 (2009–2022)



Zdroj: FRED, OECD, IMF, FOMC a The Conference Board, Inc. (2020). Vlastní zpracování.

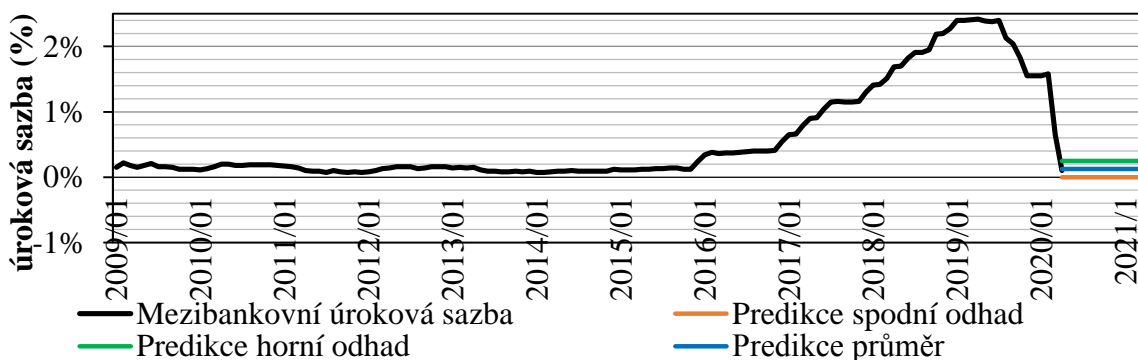
V kontextu cyklického vývoje ekonomiky je očekáváno intenzivní zhoršení ekonomických podmínek v USA a stále existují rizika spojená s případným snížením existujících odhadů vývoje reálného HDP. Mimo již zmíněná rizika spojená s případným prodloužením ekonomických restrikcí, patří rizika na poptávkové i nabídkové straně závislá na mezinárodním obchodu a vývoji obchodní bilance v dalších letech. Agresivní obchodní politika na straně USA, nebo na straně partnerských subjektů může způsobit zvýšení rizika pro americkou ekonomiku. Mezi tři hlavní exportní země, z nichž každá se podílí na exportu USA více než 10 %, patří Mexiko, Kanada a Čína, z pohledu importu je složení totožné. Na hranici 5 % se dlouhodobě pohybuje Japonsko a Německo. Zhoršení obchodních vztahů s těmito zeměmi může v dlouhém období snížit očekávaný reálný ekonomický výstup USA a zvýšit systematické riziko na kapitálovém trhu.

Po dobu režimu expanzivní akomodativní monetární politiky z let 2008 až 2015 se zvýšil celkový státní dluh USA z 9,5 bilionů USD o více než 100 % na 18,9 bilionů USD ke konci roku 2015. Spolu s prvním navýšením mezibankovní úrokové sazby na rozmezí 25 a 50 bazických bodů z prosince 2015 zahájila FOMC restriktivní monetární politiku. FOMC



následně pokračovala ve snižování úrokové sazby až do prosince 2018, kdy stanovila limitní rozmezí mezibankovní úrokové sazby na 225 až 250 bazických bodů (viz Graf 3). O sedm měsíců později, v červenci 2019, poprvé od roku 2011, začala centrální banka opět snižovat úrokové sazby. V rámci prohlášení FOMC tak činila na základě zhoršení globálních makroekonomických dat, zhoršeného ekonomického výhledu, a také v kontextu rostoucího podílu nízkých i záporných úrokových sazeb v EU, motivací pro uvolnění monetární politiky bylo podpoření ekonomického růstu v USA.

Graf 3 Vývoj a predikce mezibankovní úrokové sazby v USA (2009–2021)



Zdroj: FRED, FOMC, CME Group, Inc. (2020). Vlastní zpracování.

V průběhu dvou posledních kvartálů roku 2019 snížila centrální banka rozsah mezibankovní úrokové sazby na 1,5 až 1,75 %. Státní dluh USA v období uvolněné monetární politiky rostl, ve třetím kvartálu 2019 činil 22,7 bilionů USD. Dle pravděpodobnostního matematického modelu uvažujícího cenové fluktuace třicetidenních futures kontraktů na mezibankovní úrokovou sazbu obchodované na CBOT z 31.1.2020, bylo predikováno do konce roku 2020 jedno snížení úrokové sazby o 25 bazických bodů v posledním kvartálu. Spodní odhad predikcí úrokové sazby FOMC pro třetí a čtvrtý kvartál 2020 činil 1,25 %, horní 1,5 %, pro rok 2021 FOMC očekávala FOMC úrokové sazby v rozmezí 1,6 % a 2,4 %, v roce 2022 mezi 1,6 % a 2,9 %.

Vzhledem k rychlým změnám v ekonomice způsobené poklesem ekonomické výkonnosti a průběhu pandemie, musela pro podporu stability Federální Banka USA přistoupit k mimořádnému snížení mezibankovní úrokové sazby. 3. března 2020 došlo ke snížení úrokové sazby na 100 až 125 bazických bodů, 15. března při dalším mimořádném zasedání snížila FOMC mezibankovní úrokovou sazbu na absolutní minimum 0 až 25 bazických bodů, současně oznámila obnovení intenzivního kvantitativního uvolňování a plán nakoupit v následujícím období státní dluhopisy ve výši 500 bilionů USD a hypotéční zástavní listy v ceně 200 bilionů USD. 23. března 2020 FED oznámil, že je připraven nakupovat v neomezeném objemu státní dluhopisy, hypotéční zástavní listy i komerční hypotéční zástavní listy a umožnil komerčním bankám snížení minimálních držených kapitálových rezerv pro zvýšení úvěrových kapacit, které by měly komerční banky poskytnout nejvíc postiženým podnikatelským subjektům.

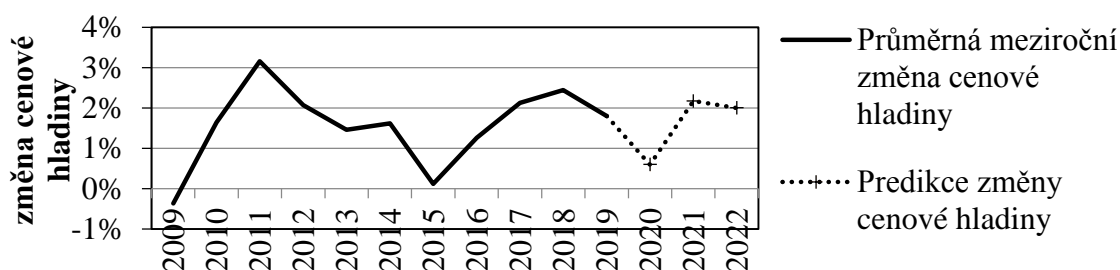
Rovněž došlo ke vzniku úvěrových facilit pro korporátní dluhové cenné papíry na primárním i sekundárním trhu, FED se tak vytvořil platformu pro zajištění dluhové struktury pro podniky i s horším, než investičním stupněm kreditních metrik dluhových cenných papírů. FED také oznámil, že pro podporu malých a středních podniků chystá úvěrový program, který pomůže těmto typům podniků zmírnit dopady ekonomické recese. Mezibankovní úroková sazba očekávaná do prvního kvartálu 2021 je dle pravděpodobnostního modelu CME Group, Inc.



beze změny 0 až 25 bazických bodů, FOMC na svém posledním březnovém zasedání oznámila, že nebude přistupovat k využití záporných úrokových sazeb.

S výjimkou roku 2009 vykázal roční vývoj cenové hladiny v USA mezi roky 2009 až 2019 inflaci (viz graf 4), cenová deflace v roce 2009 činila -0,36 %, tempo růstu cenové hladiny se mezi roky 2010 a 2011 zvyšovalo, průměrná roční inflace pro rok 2011 činila 3,16 %, od roku 2012 do roku 2015 se tempo růstu cenové hladiny snižovalo na 0,12 %, průměrná roční změna cenové hladiny mezi roky 2016 až 2019 činila 1,91 %, od roku 2018 růst zpomalil z 2,44 % na 1,8 % v roce 2019. Vzhledem ke snížení ekonomické aktivity je pro rok 2020 očekáván pokles tempa růstu cenové hladiny. Odhad vývoje cenové hladiny IMF pro rok 2020 činí 0,6 %, v roce 2021 je očekáváno zvýšení tempa růstu cenové hladiny na 2,2 %, predikovaná hodnota inflace pro rok 2022, stanovená jako průměr predikcí FOMC, OECD a IMF jsou 2 %. Ve výhledu let 2020 až 2022 se vývoj cenové hladiny jeví jako dočasně destabilizovaný s predikovaným návratem k dlouhodobému normálu tempa růstu poblíž 2 %.

Graf 4 Vývoj a predikce meziroční změny cenové hladiny v USA (2009–2022)

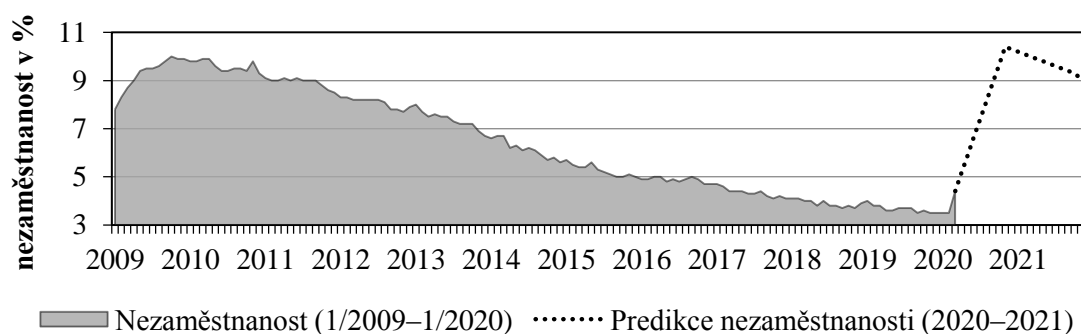


Zdroj: FRED, OECD, IMF, FOMC, KNOEMA (2020). Vlastní zpracování.

V předkrizovém období předchozího hospodářského cyklu činila nejnižší dosažená míra nezaměstnanosti v USA v květnu 2007 4,4 %. S projevy finanční krize a ekonomické recese se nezaměstnanost v USA postupně zvyšovala až na hodnotu 10 %, jež bylo dosaženo v říjnu 2009, v roce 2010 činila průměrná nezaměstnanost 9,6 %, pod hranici 9 % se nezaměstnanost snížila v říjnu 2011, nezaměstnanost se poprvé od propuknutí recese dostala pod úroveň 5 % v lednu 2016 a dál pokračovala v klesajícím trendu (viz Graf 5). V lednu 2020 činila nezaměstnanost 3,6 %, v únoru 3,5 %, v průběhu března a první poloviny dubna došlo z důvodu přerušování podnikatelské činnosti způsobené mimořádným stavem k masovému propouštění. O podporu v nezaměstnanosti v tomto období zažádalo více než 22,5 mil. osob, v případě déletrvajících restriktivních očekávání je predikován skokový růst nezaměstnanosti nad úroveň maxim z roku 2007.

Dle průměru predikcí IMF (2020) by průměrná nezaměstnanost pro rok 2020 měla činit 10,4 %, v roce 2021 9,1 %. Z predikcí je patrné, že pro období let 2020 až 2021 je očekáván významný dopad ekonomické recese na trh práce, který byl v průběhu února 2020 považován za nasycený, pohybující se okolo své přirozené míry nezaměstnanosti. Za hlavní dlouhodobě limitující faktory ovlivňující potenciální zvýšení míry nezaměstnanosti, byly kromě ekonomické aktivity hospodářství USA považovány demografické změny ve věkovém složení americké populace, vedoucí k zvyšování podílu starších ekonomicky neaktivních demografických skupin v populaci a snižování podílu ekonomicky aktivní části populace, jež při zachování existujících standardů státem poskytovaných služeb může vést k postupnému zvyšování státního dluhu.

Graf 5 Vývoj a predikce nezaměstnanosti v USA (2009–2021)



Zdroj: FRED, IMF (2020). Vlastní zpracování.

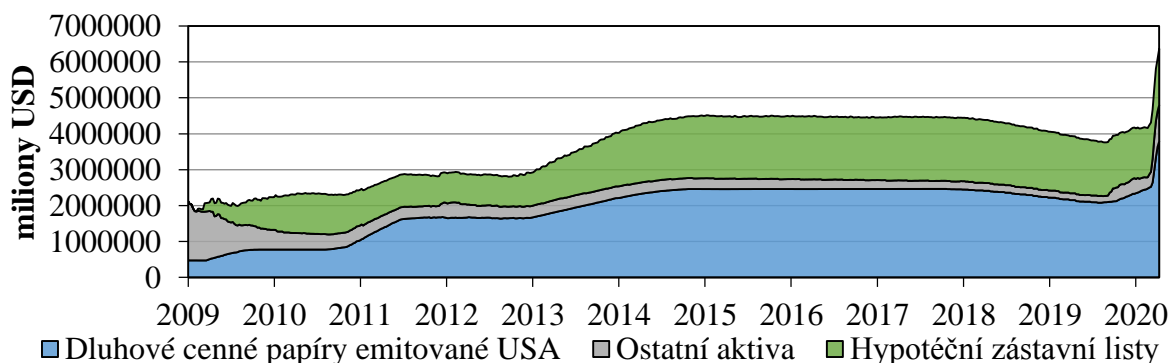
Dalším z faktorů negativně ovlivňujících nezaměstnanost je technologický vývoj umožňující automatizaci na úrovni výroby i služeb, jejíž dopady na nezaměstnanost jsou vyšší u pracovních pozic s nižší mírou specializace. Bloom a kol. (2018) předpokládají, že stárnutí populace v letech 2020–2030 se nemusí nutně projevit ve zvýšení nezaměstnanosti, ale bude kompenzováno zvyšováním průměrného věku ekonomicky aktivní části populace. Frey a Osborne (2017) predikují, že v důsledku automatizace bude čelit v následujících dvaceti letech riziku úplného zrušení pracovní pozice 47 % zaměstnanců v USA. Arntz a kol. (2017), předpokládají, že změna pracovního trhu nebude v důsledku automatizace tak významná, neboť automatizace rovněž vede ke vzniku zcela nových podpůrných pracovních pozic, které budou kompenzovat úbytek pracovních míst a předpokládají, že zvýšenému riziku zániku do roku 2040 čelí nanejvýš 9 % pracovních pozic. Pokles exportu a rostoucí obchodní deficit USA by se mohl rovněž negativně projevit v růstu nezaměstnanosti, současná protekcionistická politika vlády USA se snaží obchodní pozici země posilovat zvýšením dovozních cel. Roční obchodní deficit USA se v roce 2019 snížil o 1,7 % respektive o 10,9 miliard USD a činil 616,8 miliard USD, poklesl tak poprvé od roku 2013, zvýšení rizika uvalením vyšších dovozních cel zahraničními zeměmi vůči USA může tento trend ohrozit.

Monetární politika realizovaná centrální bankou USA na otevřeném trhu v letech 2008 až 2019 byla namířena na stabilizaci finančního systému a vytvoření rezerv, jež umožnily zmírnění ekonomických šoků spojených s hypotéční a kreditní krizí. Jako hlavního nástroje pro řešení recesně–deflačních projevů, bylo využito kvantitativního uvolňování. Z pohledu majetkové struktury Federálního rezervního systému (dále také jako FED) byl součástí procesu stabilizace hypotéčního a nemovitostního trhu nákup hypotéčních zástavních listů sekuritizovaných Fannie Mae a Freddie Mac, jež poskytovaly likviditu a navyšovaly kreditní kapacity komerčním bankovním úvěrovým institucím odkupem a sekuritizací jimi vlastněných hypotéčních úvěrů na sekundárním trhu.

První prohlášení o záměru nákupu hypotéčních zástavních listů v objemu \$600 miliard oznámil FED v listopadu 2008, v roce 2009 uskutečnil FED jejich první nákupy, objem vlastněných hypotéčních zástavních listů kulminoval v prosinci 2017, kdy doshl 1,78 bilionů USD. FOMC ve svých prohlášeních z let 2018 až 2019 oznámilo, že FED hodlá dlouhodobě pokračovat v postupném snižování vlastněných hypotéčních zástavních listů, které si však ponechá do konce doby jejich splatnosti, tuto část aktiv chce postupně ze 100 % nahradit státními dluhopisy, vzhledem ke splatnosti některých hypotéčních zástavních listů tento proces potrvá do roku 2045. K 29.1.2020 vlastnil FED hypotéční zástavní listy v účetní hodnotě 1,39 bilionů USD. Pro zmírnění následků kreditní krize Federální rezervní systém USA intervenoval rovněž postupným navýšením objemu vlastněných státních dluhopisů, objem nákupů státních dluhopisů se stabilizoval a současně kulminoval mezi říjnem 2014 až říjnem

2017, kdy jejich objem činil \$2,46 bilionů, od tohoto období až do srpna 2019 se objem státních dluhopisů snižoval na hodnotu 2,08 bilionů USD. FED ve své predikci, prezentované při příležitosti zveřejnění reportu operací na otevřeném trhu zveřejněné v září 2019, nastínil tři scénáře vývoje rozvahy pro období let 2020 až 2024, rozdělených dle příslosti monetární politiky realizované s ohledem na makroekonomický vývoj. Při plnění inflačních cílů a rostoucí ekonomické výkonnosti hospodářství predikoval mediánový stav rozvahy ve výši 3,6 bilionů USD, rozvahu plánoval stabilizovat a hodnotu aktiv nenavyšovat. Při stabilním ekonomickém vývoji odhadoval FED průměrné tempo růstu rozvahy do roku 2025 na 3,1 % p.a. na konečných 4,2 bilionu USD. Při nejpesimističtější scénáři, zahrnujícím zpomalování ekonomického růstu, plánoval FED vyšší objem prorůstových operací na otevřenému trhu v průměrném růstovém tempu 5,5 % p.a., jež by se projevil v konečné hodnotě aktiv centrální banky ve výši 4,7 bilionů USD. Jak je patrné z grafu 6, od všech tří scénářů se FED odchýlil v průběhu března a dubna 2020, kdy překonal původní očekávání a dle dosud zveřejněných prohlášení FOMC lze očekávat, že bude i v průběhu celého roku 2020 významně navyšovat objem aktiv. 3. března oznámil FED prostřednictvím FOMC obnovení strategie kvantitativního uvolňování a plán nakoupit v následujícím období státní dluhopisy ve výši 500 bilionů USD a hypotéční zástavní listy v ceně 200 bilionů USD. 23. března 2020 FED oznámil, že je připraven nakupovat v neomezeném objemu státní dluhopisy, hypotéční zástavní listy i komerční hypotéční zástavní listy, kromě nákupů státních dluhopisů je připraven nakupovat korporátní dluhopisy na sekundárním trhu, maximálně však do objemu 10 % z celkového objemu emitovaných dluhopisů daným podnikem.

Graf 6 Aktiva Federálního rezervního systému USA (1/2009–15/4/2020)

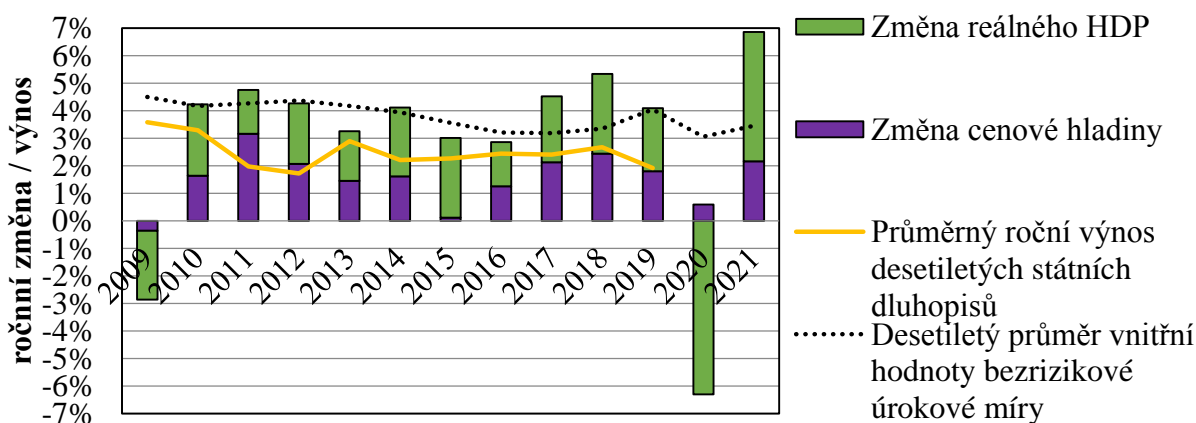


Zdroj: FRED (2020). Vlastní zpracování.

Celková hodnota aktiv Federálního rezervního systému dosáhla pokrizového maxima 4,51 bilionů USD v lednu 2015 (viz Graf 6), v prosinci 2015 FOMC oznámilo první navýšení mezibankovní úrokové sazby od roku 2008, následně až do srpna 2019 FED postupně snižoval hodnotu svých aktiv na 3,76 bilionů USD, do konce ledna 2020 objem celkových aktiv dosáhl 4,17 bilionů USD. 15. dubna 2020 činil celkový objem aktiv FEDu 6,37 bilionů USD, z toho hodnota státních dluhopisů činila 3,79 bil. USD, hodnota hypotéčních zástavních listů 1,57 bil. USD a hodnota ostatních aktiv 1 bil. USD. Objem operací na otevřeném trhu centrální banky byl v prvním měsíci roku 2020 výrazně nad horním odhadem vývoje publikovaném na konci třetího kvartálu 2019, vzhledem k objemu realizovaných nákupů státních dluhopisů centrální bankou je možné vyvozovat zhoršení ekonomické situace a pokračování v trendu výraznějších zásahů na otevřeném trhu i pro původní výhled do konce roku 2024. Skokové zhoršení ekonomické situace si vyžádalo mimořádnou změnu monetární politiky Federálního rezervního systému USA a původní odhady a scénáře FOMC byly zcela nahrazeny okamžitou snahou podpořit stabilitu kapitálového trhu. V porovnání s koncem roku 2019 se objem aktiv FEDu zvýšil v první polovině dubna o více než 53 %.

Ve sledovaném období let 2009 až 2019 došlo k výraznému navýšení emisí státních dluhopisů v souvislosti s monetární politikou, jejíž snahou bylo zmírnit dopady krizového období a podpořit ekonomiku růstem peněžní zásoby s využitím operací na volném trhu, k čemuž centrální banka využila jak snížení mezibankovních úrokových sazeb, tak zvýšením oběživa výměnou za nákup státních dluhopisů, jež se negativně promítl do výnosů dluhových cenných papírů. Podle Ihrig a kol. (2018) měly operace centrální banky na otevřeném trhu významný dopad na výnos desetiletých státních dluhopisů, první masivní nákup dluhopisů centrální bankou v prvním kvartálu 2009 způsobil snížení výnosů o 34 bazických bodů, kumulovaný efekt všech operací na otevřeném trhu od roku 2009 do října 2014 způsobil dle užitých modelů snížení výnosů desetiletých státních dluhopisů o 100 bazických bodů, čímž efektivně ovlivnila centrální banka také snížení ostatních tržních úrokových sazeb. Při uvažování bezrizikové úrokové míry zastoupené výnosem desetiletých státních dluhopisů tak může docházet ke zkreslení očekávání reálného výnosu. Průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů v roce 2009 činil 3,59 %, do roku 2012 sazba klesla na průměrných 1,72 % p.a., po odeznění globálních krizových dopadů a přiblížení kapitálového trhu k cenovým úrovním blízkým předkrizovému období, došlo k růstu výnosů státních dluhopisů, průměrný roční výnos mezi roky 2013–2018 činil 2,49 %. V roce 2019, po opětovném zahájení uvolněné monetární politiky a globálnímu poklesu výnosů státních dluhopisů, v některých případech dosahujícího záporných hodnot, průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů činil 1,92 %. Současně v průběhu druhého kvartálu 2019 došlo poprvé od července 2006 k inverzi výnosových křivek mezi tříměsíčními a desetiletými státními dluhopisy, trvající přes čtyři měsíce, což je možné dle Harveyho (1986 a 1988) považovat za indikaci potenciální recese, historicky po inverzi výnosových křivek došlo v USA od roku 1968 k recesi v sedmi případech v průměru po dvanácti měsících od výnosové inverze.

Graf 7 Vývoj reálného HDP, cenové hladiny, výnosu dluhopisů a vnitřní bezrizikové úrokové míry USA (2009–2019) a jejich predikce (2020–2021)



Zdroj: FRED, OECD, IMF, FOMC a The Conference Board, Inc. (2020). Vlastní zpracování.

Užijeme-li pro dekompozici tržních úrokových sazeb Fisherovu rovnici dle vzorce 1.1, z níž odvodíme bezrizikovou sazbu garantované investice dle vzorce 1.2, je bezriziková úroková míra dána součtem očekávaného růstu reálného HDP a očekávané změny cenové hladiny. Pro komparaci a stanovení vnitřní hodnoty bezrizikové míry užijeme součet desetiletých klouzavých průměrů proměnných. V této interpretaci činila průměrná bezriziková výnosová sazba mezi roky 2010–2019 4,05 % (viz Graf 7), průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů 2,38 % a průměrná vnitřní hodnota bezrizikové míry 3,83 %, při čemž výnosy státních dluhopisů ve sledovaném období divergovaly vůči vnitřní hodnotě v letech 2010–2012, 2014 a 2019 a konvergovaly ke své vnitřní hodnotě v letech 2013 a 2015–2018, výnosová diference průměrného ročního výnosu desetiletých státních dluhopisů vůči

průměrné bezrizikové vnitřní hodnotě činila v letech 2010–2019 -1,67 %, v roce 2019 -2,13 %. V letech 2020 se očekává skokový propad reálného HDP o 6,3 % a snížení tempa růstu cenové hladiny na 0,6 %, o rok později je očekáván růst reálného HDP ve výši 4,7 % a růst cenové hladiny tempem 2,2 %, s ohledem na užitý model bezrizikové úrokové míry a očekávané hodnoty růstu reálného HDP a cenové hladiny, je možné v tomto období očekávat konvergenci úrokových výnosů státních dluhopisů s jejich vnitřní hodnotou a průměrnou bezrizikovou výnosovou sazbou ve výši 3,26 %, z toho 3,06 % v roce 2020, 3,45 % v roce 2021.

### 3.1.2 Analýza hospodářského cyklu

Ekonomika USA vstoupila v roce 2008 do recese, růst ekonomické výkonnosti nastal v roce 2010, mezi roky 2010 až 2019 rostl reálný ekonomický výstup USA průměrným tempem 2,28 % ročně, ekonomika USA byla expanzivní až do konce roku 2019. Průměr predikcí analytických institucí pro meziroční změnu reálného HDP za první kvartál 2020 činí -3,9 %, s horním odhadem -0,3 % a dolním odhadem -7,6 %, dle dostupných predikcí a jejich analýzy v kap. 3.1.1 je průměrný odhad změny reálného HDP pro rok 2020 odhadován na -6,3 %, pro rok 2021 odhaduje růst reálného HDP USA Mezinárodní měnový fond na 4,7 %. Dle predikci stabilního výhledu TCB je v rámci středního odhadu scénářového vývoje pro první kvartál 2020 očekáván pokles HDP ve výši 5,8 %, pro druhý kvartál pokles ve výši 33,3 %, pro třetí kvartál růst ve výši 0,1 % a pro čtvrtý kvartál růst reálného HDP o 27,4 %, meziroční změna reálného HDP je predikována na -6,5 %. S ohledem na tato zjištění je možné konstatovat, že ekonomika USA vstoupí v průběhu roku 2020 do recese, jejíž délka by však měla být limitována oživením ekonomiky v posledním kvartálu 2020 a pro rok 2021 je možné očekávat opětovný růst reálného HDP, na předkrizový stav z roku 2019 by se však výkon ekonomické aktivity USA měl dostat až v roce 2022.

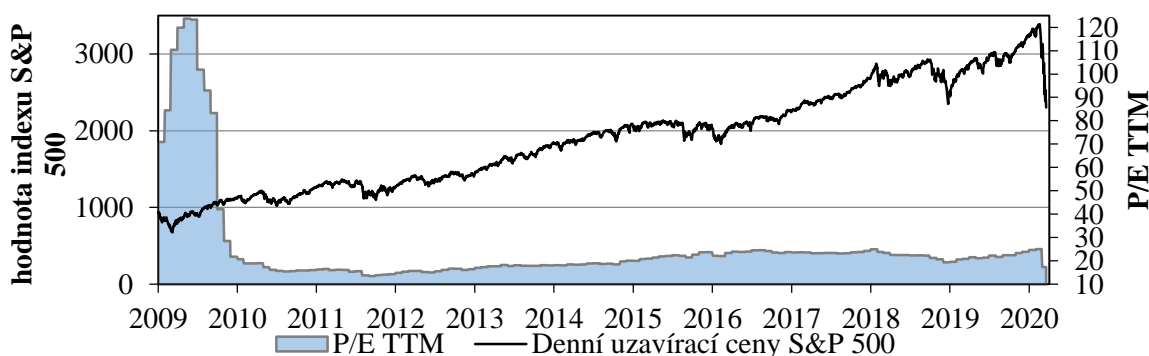
V průběhu února, března a dubna 2020 došlo ke celosvětovému ochormení ekonomiky, v důsledku, narušení dodavatelských řetězců, přerušeni průmyslové výroby, omezení podnikatelských aktivit a kvůli mimořádným opatřením, jež měly zabránit intenzitě šíření pandemie Covid-19. Pokles agregátní poptávky se ve vyšší intenzitě projevil v poklesu cen energetických komodit, cena ropy se propadla o více než 70 %, pod své třicetileté minimum. V reakci na pokles celostvé poptávky snížil OPEC těžební plány a dohodl se mezi svými členy na celkovém snížení těžby o 1,5 mil. barelů denně pro druhý kvartál 2020. Kartel OPEC vyzval v reakci na depreciaci energetických komodit, s ohledem na přehodocenu těžební politiku a celosvětový pokles poptávky i ostatní nečlenské země, zástupci Ruska a Saudské Arábie odmítli přistoupit na snížení těžby a oznámili zvýšení svých těžebních kapacit, Saudská Arábie o 2,6 mil. barelů denně navíc a Rusko o 300 tisíc barelů denně navíc. Motivací obou zemí je využití současného tržního prostředí ke zvýšení tlaku na konkurenční producenty ropy s vyššími náklady na těžbu, čímž došlo ke zvýšení tlaku na cenu ropy, futures kontrakty na ropu s expirací v květnu 2020 se v průběhu dubna obchodovaly pod \$20 za barel, kompenzační snížení těžby ropy v ostatních částech světa nebyla dostatečná pro vyrovnání výkyvů poptávkové strany, lze proto očekávat, že nízká cena ropy bude dále negativně působit na ropný průmysl v lokalitách s vyššími náklady na těžbu ropy. V průběhu první poloviny dubna se futures na ropu se vzdálenějšími kontraktními měsíci obchodovaly v rámci NYMEX s rostoucími cenami, cenové kotace vzdálenějších měsíců vytvářely pravidelné kontago se spotovými cenami pro přelom roku 2020 až 2021 na úrovni 33 až 35 USD za barel, s ohledem na významné spotové rozdíly cen ropy ve vzdálenějších měsících není možné vyloučit postupnou normalizaci cen energetických komodit v průběhu druhé poloviny roku 2020.

Ekonomické restriktce byly postupně uplatňovány podle místa výskytu epicentra šíření, v časové souvstažnosti od Asie, přes Evropu do Severní Ameriky. USA vyhlásilo mimořádný stav v reakci na pandemii 13. března 2020, dosud nebylo k dispozici oficiální stanovisko, jež by přesně vymezovalo časové období, ve kterém by mělo dojít k ukončení mimořádného stavu. Vzhledem k politickému uspořádání a legislativní suverenitě jednotlivých států USA v oblastech legislativy umožňující při mimořádném stavu užití restriktivních opatření, není možné s přesností odhadovat reakce jednotlivých států USA na probíhající pandemii a není možné stanovit s jakou velkou razancí a intenzitou budou jednotlivé státy postupovat, převážná část států zavedla restriktivní opatření v podobě uzavření škol, některých veřejných institucí, kulturních a sportovních událostí, obchodů s jinými, než nezbytnými statky a stanovila přísnější bezpečnostní opatření pro shlukování osob na veřejnosti. V průběhu druhého kvartálu 2020 je očekáváno postupné rozvolňování restriktivních opatření, změny však mohou nastat v důsledku zhoršení situace při přetížení nemocničních kapacit. V reakci na výše uvedené události došlo k celosvětovému přehodnocení růstových očekávání ekonomických výstupů. Vzhledem k rychlosti průběhu jednotlivých událostí a objemu nejistoty závisejí nově predikované scénáře na rychlosti obnovy ekonomiky a rychlosti uvolnění restriktivních ekonomických opatření. I při uvolnění restriktivních opatření není možné vyloučit dlouhodobý vliv na změnu spotřebitelského chování a preferencí.

### 3.1.3 Analýza kapitálového trhu

Akciový trh reprezentovaný indexem S&P 500, v průběhu let 2009 až 2019 vykázal celkový relativní cenový růst přesahující 400 %, s nejnižší hodnotou indexu (viz Graf 8) ve výši 671 USD z března 2009 a maxima 3240 USD z prosince 2019, v průběhu února 2020 dosáhl index ceny 3390 USD. Předkrizové maximum z roku 2006 index S&P 500 překonal v prvním kvartálu roku 2013 a do konce roku 2019 zvýšil své ocenění na více než dvojnásobek své původní hodnoty. V průběhu sledovaného období trh realizoval, s výjimkou propuknutí globální pandemie doprovázené poklesem cen ropy na dlouholetá historická minima, nejvyšší propad o 6,7 % 8.8.2011, významná cenová volatilita provázela akciový trh v letech 2018 a 2019, v důsledku změn obchodní politiky USA a její návaznosti na odezvu zahraničních obchodních partnerů na nastavenou celní politiku.

Graf 8 Denní uzavírací ceny S&P 500 a jeho P/E TTM (2009–2020)



Zdroj: ICE Data Services (2020). Vlastní zpracování.

Nejvyšší denní propady se v tomto období pohybovaly v rozmezí -2,4 % a -4,1 %. Jedním z hlavních faktorů ovlivňujících zvýšení tržních valuací na akciovém trhu byl globální pokles úrokových sazeb u dluhových cenných papírů a klesající potenciál jejich investičních alternativ. Ekonomický růst negativně ovlivňuje snižování výrobní aktivity, měřené výrobním indexem PMI (dále také jako index nákupních manažerů, nebo PMI), zejména v Evropě a asijských průmyslových zemích od druhé poloviny roku 2019. Průměrné ocenění akcií měřené



poměrem výnosů na akciích za posledních dvanáct měsíců a aktuální tržní ceny v letech 2010–2014 činilo 16,9 (viz graf č. 8), s nejnižší hodnotou 13,1 ze září 2011, průměrné P/E TTM S&P 500 v letech 2015–2019 22,7, s nejnižší hodnotou 19,4 z prosince 2018. V průběhu ledna a první poloviny února 2020 se průměrné ocenění P/E TTM akciového trhu zvýšilo na 24,8. Významný pokles akciového trhu z historických maxim byl zahájen 28. února 2020, v reakci na negativní ekonomické dopady uzavření některých oblastí v Číně a omezení provozu výroby i obchodu napříč uzavřenými oblastmi, pesimistický narativ byl v průběhu března umocněn pokračováním negativního světového vývoje a postupným uzavíráním dalších oblastí v Asii, Evropě i USA. V důsledku pandemie Covid-19 došlo ve většině států k vyhlášení mimořádných situací a k přistoupení k omezením, jež zabrání nadlimitním sociálním kontaktům, výsledkem čehož byly razantní ekonomické restriktce, které byly doprovázeny přerušováním dodavatelských řetězců a vyústily v útlum průmyslové výroby, propouštění zaměstnanců a významný růst nejistoty na kapitálových trzích.

Historicky poprvé za celou historii obchodování amerických desetiletých státních dluhopisů došlo k propadu jejich výnosové míry pod 1 %, současně výrazně vzrostly kreditní spready u dluhových cenných papírů nižšího, než investičního stupně, došlo k propadu cen ropy pod \$20 za barel a nastal odliv kapitálu z akciového trhu směrem k hotovosti, zlatu a konzervativním aktivům. 16. března došlo k historicky třetímu nejhlubšímu dennímu propadu Indexu S&P 500 o 11,98 %, denní propad činil 324,9 bodu. Index S&P 500 se propadal až do 23. března, kdy dosáhl minima 2182,6 bodů, v průběhu posledního březnového týdne a první poloviny dubna se obchodoval na denních uzavíracích cenách o více než 27 % vyšších, 15. dubna 2020 uzavíral na 2777,6 bodech. Krátkodobá implikovaná volatilita, reprezentovaná indexem VIX se v průběhu tohoto období zvýšila na více než 80, nejvyšší hodnotu od finanční krize z let 2008 až 2009, za normální hodnoty indexu volatility VIX je považován rozsah mezi 10 a 20. V průběhu dubna došlo k částečné stabilizaci tržní nejistoty, v historické komparaci byla stále nadprůměrná, v první polovině dubna dosahovala hodnota VIX 40 až 45. Dlouhodobé predikce vývoje akciového trhu se rozcházejí v závislosti na délce trvání bezpečnostních opatření, v případě krátkého průběhu recese poklesu ekonomické aktivity pouze v průběhu prvního a druhého kvartálu roku 2020 je očekáván návrat na původní ocenění do konce roku 2020, v případě horšího průběhu se očekává zvýšená volatilita po zbytek roku a jsou očekávány pouze omezené možnosti apreciacie některých růstových akciových titulů s minimální expozicí vůči dopadům ekonomické recese. V případě trhu s korporátními dluhovými cennými papíry jsou po zbytek roku očekávány zvýšené kreditní spready u podniků s nízkou bonitou, v případě výnosů státních dluhopisů není očekáván návrat k výnosům na předkrizovou úroveň ani v roce 2021.

### **3.2 Analýza sektoru retailových realitních investičních fondů**

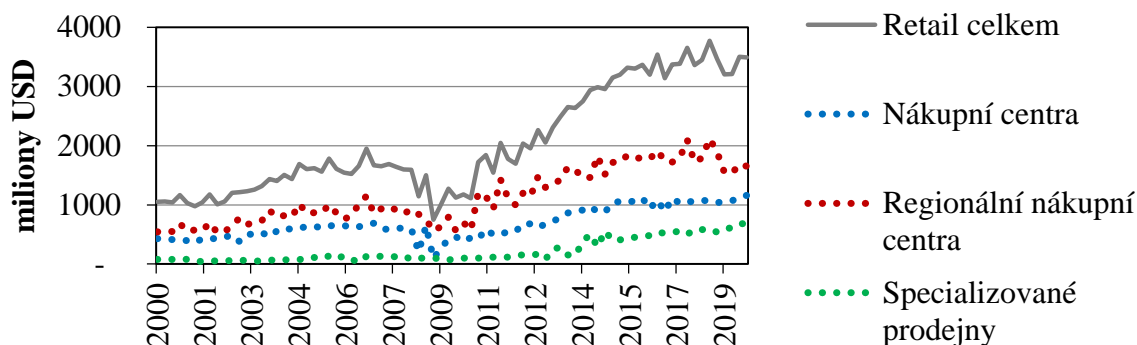
V rámci diplomové práce je analyzován historický vývoj sektoru veřejně obchodovaných retailových realitních investičních fondů se sídlem v USA. Dle dostupných datových podkladů jsou izolovaně analyzovány nákupní centra, regionální nákupní centra, specializované prodejny a agregát pro celý retailový sektor. Příslušnost fondů do dané kategorie se řídí taxonomií stanovenou NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts). V první části subkapitoly 3.2 je proveden rozbor životní fáze odvětví z hlediska změn výkonnosti retailových realitních investičních fondů v rámci jejich provozní činnosti a z hlediska distribuce zisků formou dividend. Ve druhé části je analyzována závislost retailových realitních investičních fondů na ekonomické aktivitě prostřednictvím komparace celkové tržní výkonnosti fondů a rozboru jejich akvizičních aktivit. V poslední subkapitole je analyzována struktura retailových realitních investičních fondů a je proveden výběr reprezentativních realitních investičních fondů, jejichž metriky budou užity pro

stanovení vnitřní hodnoty akcií National Retail Properties ziskovými modely a jejichž metriky jsou dále užity v rámci komparativní finanční analýzy.

### 3.2.1 Analýza životní fáze odvětví

Finanční prostředky z provozních činností retailových realitních investičních fondů vykazovaly od roku 2000 (viz Graf 9) významnou korelaci s ekonomickým cyklem USA s výjimkou relativně krátkého období recese v roce 2001, jež se na oslabení FFO retailového sektoru významně neprojevalo. V roce 2000 dosahoval kumulovaný objem FFO za kvartál 1 miliardu USD, na FFO se nákupní centra podílely v roce 2000 ze 38,5 %, regionální nákupní centra z 54 % a specializované samostatné prodejny ze 7,5 %. Až do roku 2008 je možné pozorovat relativně stabilní zastoupení dílčích typů realitních investičních fondů na FFO, v průběhu finanční krize došlo k výraznějšímu úbytku FFO generovaných obchodními centry, jejichž podíl na FFO v roce 2008 činil pouze 32,5, o rok později 28,8 %, úbytek propadů tržeb z nájmu u nákupních center byl kompenzován posílením regionálních obchodních center a specializovaných prodejen, přestože i u realitních investičních fondů s převahou těchto typů nemovitostí došlo k poklesu tržeb v období finanční krize. Během prvního kvartálu 2009 se propadlo FFO retailových realitních investičních fondů na 747,5 mil. USD za čtvrtletí. Na předkrizové maximum se sektor retailových realitních investičních fondů vrátil ve třetím kvartálu 2010. Od roku 2011 vykazoval vývoj FFO retailového sektoru dynamicky rostoucí trend až do třetího kvartálu 2015, FFO retailových realitních investičních fondů rostlo průměrným tempem 4,85 % za kvartál. Od posledního kvartálu 2015 do roku 2019 došlo ke stagnaci, růstu finančních prostředků z provozních činností pokračoval průměrným tempem 0,56 % za kvartál. Tato změna byla analytiky přisuzována vzrůstajícímu podílu tržeb v online prostředí a snižování průměrných tržeb v maloobchodních řetězcích. Od roku 2014 se výrazně zvýšil podíl úzce specializovaných retailových realitních investičních fondů, jež disponovaly ve svých nemovitostních portfoliích většinovým zastoupením specializovaných samostatných prodejen, jejich podíl na kvartálním FFO v posledním kvartálu 2019 činil 19,4 %, podíl nákupních center 33,2 % a podíl regionálních nákupních center 47,4 %. Průměrná obsazenost retailových nemovitostí historicky roste, k poslednímu kvartálu 2019 činila 95,9 %, průměrná obsazenost mezi roky 2000 až 2010 činila o 3,2 % méně. FFO retailového sektoru za poslední kvartál 2019 činilo 3,49 miliard USD.

Graf 9 Kvartální FFO veřejně obchodovaných retailových REITs (2000–2019)



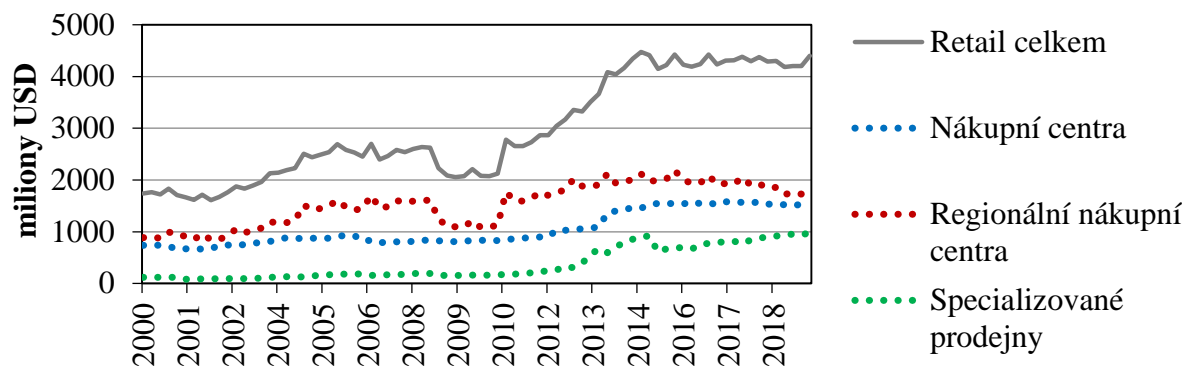
Zdroj: NAREIT (2020). Vlastní zpracování.

Čistý provozní příjem retailových realitních investičních fondů byl s výjimkou let 2008 až 2010 relativně stabilní (viz graf 10), na propadu NOI v krizovém období se z největší části podílela regionální obchodní centra, jimž vznikly mimořádné náklady na rekonstrukce nebytových prostor pro jejich opětovné obsazení a restrukturalizaci specializací původního nemovitostního portfolia. NOI v roce 2000 činilo 1,73 miliard USD za kvartál, podíl



jednotlivých typů retailových nemovitostí na NOI fondů byl historicky srovnatelný s FFO. Mezi roky 2000 až prvním pololetím 2008 rostlo NOI průměrným tempem 1,3 % za kvartál, ve třetím čtvrtletí došlo 2008 k propadu o 14,9 %, čistý provozní příjem dosáhl předkrizových maxim opět o dva roky později. Mezi roky 2011 až 2019 rostl sektorový NOI průměrným tempem 1,5 % za kvartál. NOI retailového sektoru za poslední kvartál 2019 činilo 4,4 miliard USD.

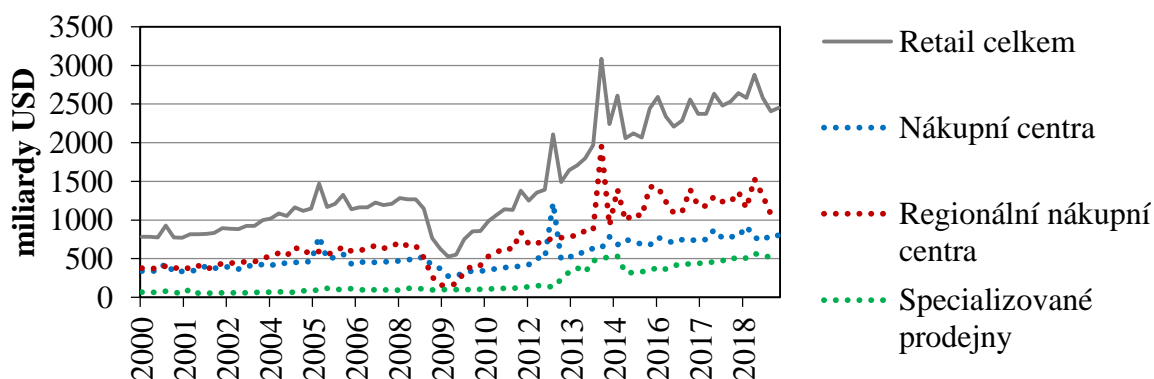
Graf 10 Kvartální NOI veřejně obchodovaných retailových REITs (2000–2019)



Zdroj: NAREIT (2020). Vlastní zpracování.

Vzhledem k legislativním povinnostem realitních investičních fondů distribuovat alespoň 90 % ze svého disponibilního zisku akcionářům formou dividend, vykazoval historický vývoj kvartálních objemů vyplacených dividend pozitivní korelaci s vývojem sektorového FFO. Mezi roky 2000 až 2005 byl podíl dividendových distribucí realitních investičních fondů s majoritní expozicí v nákupních centrech a regionálních nákupních centrech relativně vyrovnaný (viz graf 11), od roku 2006 dochází k divergenci a spolu s růstem FFO ve prospěch větších obchodních center generují větší objem dividend fondy s většinovým podílem regionálních nákupních center. Realitní investiční fondy s nemovitostními portfolii s převahou specializovaných prodejen začaly významně zvyšovat podíl na celkovém objemu vyplacených dividend v sektoru retailu od roku 2013. V roce 2000 jejich podíl na vyplacených dividendách v sektoru retailu činil 8,7 %, v posledním kvartálu 2019 22,1 %. Celkový objem dividend vyplacený za poslední kvartál 2019 dosáhl 2,45 miliard USD. Od roku 2014 je možné pozorovat rostoucí trend s výraznější volatilitou u agregátu retailových realitních investičních fondů s většinovou expozicí v regionálních obchodních centrech, tento jev je možné přisuzovat postupnému přerazování fondů v rámci klasifikačních kategorií a také sezónním faktorům.

Graf 11 Kvartální objem vyplacených dividend veř. obchodovaných retailových REITs (2000–2019)



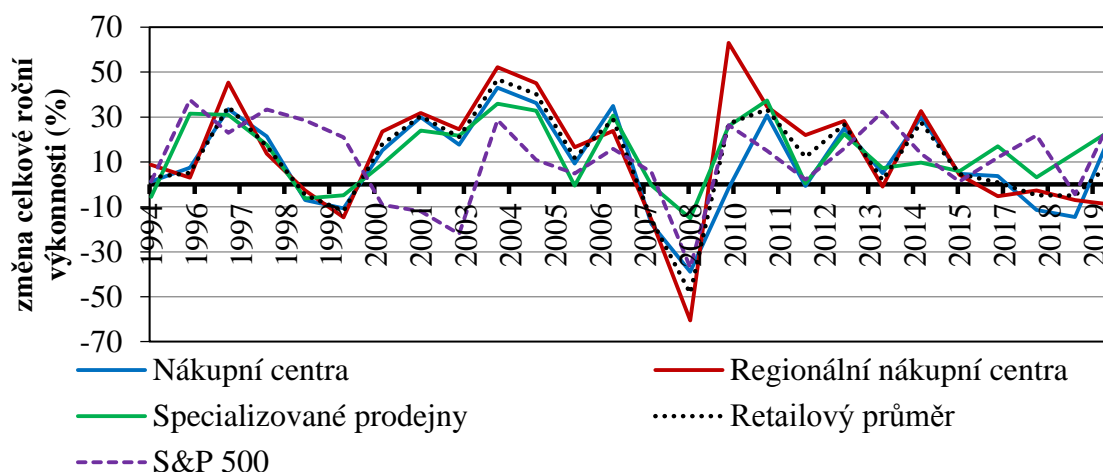
Zdroj: NAREIT (2020). Vlastní zpracování.

S ohledem na analyzovaný historický vývoj FFO, NOI a dividendových distribucí retailových realitních investičních fondů je možné konstatovat, že celý sektor retailových realitních investičních fondů je od roku 2015 saturován a dochází ke konsolidaci problémových obchodních center a poklesu růstového potenciálu odvětví. I přes zjevný trend snahy o optimalizaci nemovitostních portfoliových struktur, nelze jednoznačně rozhodnout, do jaké míry budou v dlouhém období retailové realitní investiční fondy s větší expozicí portfolia v obchodních centrech schopny nahrazovat úbytek příjmů, jež bývá často fixován na dosažený obrát provozoven. I v případě nahrazení klasických retailových prostor jiným typem nebytových prostor, je možné očekávat pokles nájmů vztažených na pronajímanou plochu, a to zejména v kontextu posilujícího podílu prodeje e-commerce na agregovaných retailových tržbách. Dle datových podkladů Statista (2020) činil podíl e-commerce na celkových retailových tržbách v USA v roce 2010 4,2 %, v roce 2015 7,5 % a v roce 2019 11,9 %, pro období let 2020 až 2022 se dle analytických projekcí Statista očekává další růst podílu průměrným ročním tempem 7 %, v roce 2022 by měl podíl e-commerce na celkových retailových tržbách v USA přesáhnout 13,5 %. Významným faktorem pro další vývoj odvětví bude schopnost přizpůsobit se technologickým změnám a reagovat dostatečně flexibilně na měnící se poptávku a spotřebitelské nákupní preference. Sektor se nachází ve fázi zralosti a potýká se s dopady strukturálních změn, jež ubírají dlouhodobě na atraktivitě fyzického prodeje, z pohledu životního cyklu odvětví není v bezprostředním ohrožení krizí, do budoucna je však nutné počítat se změnami, které klasický model retailu a zejména obchodních center mohou negativně ovlivnit.

### **3.2.2 Analýza závislosti tržního ocenění odvětví na ekonomické aktivitě**

Sektor retailových realitních investičních fondů obchodovaných na kapitálovém trhu vykazuje historicky významnou závislost na hospodářském cyklu. Zasazení odvětví do kontextu výkonnosti v rámci hospodářského cyklu je možné s využitím komparace celkové výkonnosti (tedy výkonnosti dosažené včetně inkasovaných dividend adjustovaných o splity) retailového sektoru REITs s celkovou výkonností indexu S&P 500. Index S&P 500 realizoval v průběhu let 1994 až 2019 průměrné celkové zhodnocení 11,5 % p.a., retailové realitní investiční fondy se za stejné období zhodnotily v průměru o 12 % p.a. Historicky kmenové akcie retailových realitních investičních fondů v průběhu recese generovaly větší propady, než průměr trhu, ve fázi po tržních propadech však průměrný výkon trhu překonávaly (viz Graf 12). V roce 2008 generovaly kmenové akcie retailových realitních investičních fondů průměrnou celkovou roční ztrátu 60,6 %, ve stejném období vykázal index S&P 500 celkový roční pokles o 37 %, o rok později analyzovaný sektor realitních investičních fondů generoval celkové zhodnocení 63 %, index S&P 500 26,5 %. Historický průběh celkové výkonnosti sektoru realitních investičních fondů v letech 1994 až 2019 vykazoval cyklickou závislost na ekonomické aktivitě nad průměrem trhu, akcie retailových realitních investičních fondů nedisponovaly téměř žádnými defenzivními charakteristikami, snížená systematická závislost realitních investičních fondů v průběhu růstových a vrcholových fází pod úrovní trhu ( $\beta < 1$ ) byla historicky pouze dočasná, v době recese se systematická závislost retailových realitních investičních fondů na výkonu trhu zvyšovala. Toto zjištění podporuje i růst systematické závislosti National Retail Properties na výkonu trhu v průběhu března až první poloviny dubna 2020.

Graf 12 Změny celkových ročních výkonností veřejně obchodovaných retailových REITs v USA a S&P 500 (1994–2019)

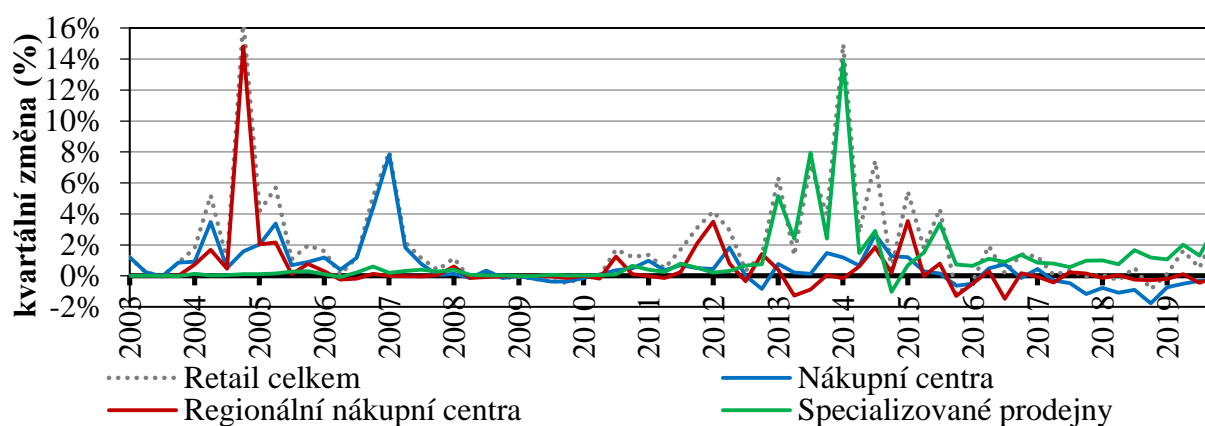


Zdroj: NAREIT (2020), ICE Data Services (2020), Cohen & Steers (2018). Vlastní zpracování.

Podle analytických výstupů Cohen & Steers (2018), americké realitní investiční fondy od roku 1991 do roku 2018 překonávaly ročně výkonnost S&P 500 o více než 7 % ročně v průběhu vrcholové části hospodářského cyklu, oproti stagnujícímu benchmarku trhu reprezentovaném indexem S&P 500 s průměrným ročním zhodnocením -0,2 %, v průběhu recese generovaly průměrnou celkovou výkonnost -9,6 %, S&P 500 -17,7 %, v průběhu rané fáze ekonomické obnovy jejich výkonnost akcelerovala na 22,8 % p.a., ve stejném období činila celková výkonnost S&P 500 11,3 %, pro období pozdní expanze ekonomického cyklu překonávalo S&P 500 celkovou výkonnost realitních investičních fondů v průměru o 5 % a generovalo 15,6 % ročně.

Pro analýzu investiční aktivity retailových realitních investičních fondů jsou komparovány změny čistých akvizic, tedy rozdíl mezi akvizicemi a divesticemi fondu, v rámci dostupných dat jsou analyzovány vynaložené objemy finančních prostředků na investice, od nichž jsou odečteny finanční prostředky získané prodejem nemovitostí v daném kvartálu a pro příslušné kategorie retailových realitních investičních fondů. Z analýzy kvartálních změn čistých akvizic je patrné, že tempo akvizic v průběhu a bezprostředně před ekonomickou recesí z let 2008 až 2009 se výrazně zpomalilo, mezi roky 2008 až druhým kvartálem 2010 bylo záporné. Dlouhodobý průměr kvartálních změn čistých akvizic mezi roky 2003 až 2019 činí 2,09 % za kvartál, z vývoje graficky interpretovaného v grafu 13 jsou však patrné odchylky napříč subsektory. V rámci let 2010 až 2015 jsou patrné dynamické změny v růstu akviziční aktivity realitních investičních fondů s převahou regionálních nákupních center v druhé polovině roku 2011 a také dynamický růst akvizic s průměrnou mezikvartální změnou 5,17 % v období od posledního čtvrtletí 2012 do konce druhého kvartálu 2014 u realitních investičních fondů s většinovým zastoupením specializovaných samostatných prodejen. Od poloviny roku 2010 do konce roku 2014 bylo tempo celkových retailových akvizic významně vyšší, než činil dlouhodobý průměr, účetní hodnoty nemovitostních portfolií retailových realitních investičních fondů rostly v průměru o 3,59 % za kvartál. V důsledku rostoucích cen nemovitostí i stabilizace realizovaných výnosů z pronájmu došlo mezi roky 2015 až 2019 k útlumu akvizičních aktivit na podprůměrné hodnoty, průměrná kvartální změna čistých akvizic činila 0,75 %. Jedinou výjimkou bylo rostoucí tempo akviziční činnosti u retailových realitních investičních fondů se specializací na samostatné obchodní jednotky bez nákupních center.

Graf 13 Kvartální změny čistých akvizic veřejně obchodovaných retailových REITs (2003–2019)



Zdroj: NAREIT (2020). Vlastní zpracování.

Dlouhodobá obsazenost retailových realitních investičních fondů v průběhu let 2000 až 2019 činila 93,74 % z pronajímatelných obchodních ploch. Mezi roky 2000 až 2008 se pohybovala průměrná obsazenost mezi 91,8 % a 94,6 %. V důsledku finanční krize došlo v průběhu let 2008 až 2009 k poklesu průměrné obsazenosti retailových ploch o 2,2 %, nejnižší průměrná obsazenost činila 91,4 %. Od roku 2010 do roku 2016 se obsazenost nemovitostí retailových realitních investičních fondů zvyšovala s kulminací na 96,1 % ve třetím kvartálu 2016. Do konce roku 2019 obsazenost nevykazovala jednoznačný trend a pohybovala se v rozmezí 94,6 % a 96,2 %.

Retailové realitní investiční fondy vykazovaly historicky cyklickou závislost, v případě recese lze tak u odvětví očekávat významné snížení tržních valuací, omezení investic a upřednostňování divestiční činnosti pro následnou restrukturalizaci nemovitostních portfolií, přičemž je historicky patrná rostoucí inklinace retailových realitních investičních fondů k akumulaci samostatných obchodních jednotek se specializací a odklon od investic do klasických typů nákupních center se smíšeným obsahem nabídky zboží a služeb. V době konjunktury je možné očekávat dle realizované ex-post analýzy relativně vyšší tempo růstu tržní kapitalizace realitních investičních fondů v komparaci s průměrem trhu. V době zpomalování růstu ekonomické aktivity po období dosažení vrcholového tempa růstu ekonomické aktivity v rámci hospodářského cyklu je možné očekávat zaostávání tržní výkonnosti realitních investičních fondů na kapitálovém trhu za průměrem trhu.

### 3.2.3 Analýza struktury odvětví retailových realitních investičních fondů

Struktura odvětví retailových realitních investičních fondů je dlouhodobě konkurenční, bez realitních investičních fondů s majoritním postavením v rámci trhu. K 31.1.2019 bylo na NYSE a NASDAQ dle informačních zdrojů ICE Data Services kótováno celkem 36 retailových realitních investičních fondů se sídlem v USA s celkovou tržní kapitalizací 161 miliard USD. Z nichž k největším s tržní kapitalizací alespoň 4 mld. USD ke 14.4.2020 patřili Simon Property Group, Inc. (dále také jako SPG), Realty Income Corporation (dále také jako O), W. P. Carey Inc. (dále také jako WPC), Regency Center Corporation (dále také jako REG), Federal Realty Investment Trust (dále také jako FRT) a National Retail Properties, Inc. (dále také jako NNN) a STORE Capital Corporation (dále také jako STOR). Tyto realitní investiční fondy byly vybrány jako reprezentativní vzorek pro odvětvovou analýzu, a to z důvodu srovnatelné tržní kapitalizace a expozice v rámci specializace nemovitostního portfolia.

Z analýzy finančních výkazů a datových pokladů ratingových agentur konkurenčních výše uvedených realitních investičních fondů je patrný velmi podobný přístup k systému financování, jež v sobě kombinuje emise dluhových cenných papírů, dlouhodobé kolaterální úvěry a krátkodobé úvěrové linky, jednotlivé realitní investiční fondy se vzájemně odlišují především v úrovni zadlužení, kvalitě a geografické koncentraci nemovitostního portfolia. Vyšší míra zadlužení u realitních investičních fondů v retailovém sektoru spojena s nižšími násobky ukazatelů kapitálového trhu, realitní investiční fondy se srovnatelnou úrovní zadlužení ale nižší tržní kapitalizací dosahují dlouhodobě nižších násobků tržních cen akcií vůči FFO a AFFO. Průměrná hodnota P/AFFO za odvětví činila v roce 2019 18 (viz tabulka 1), průměrná hodnota FFO 18,4, v důsledku depreciace tržních cen akcií došlo k poklesu násobku odvětvového průměru AFFO ke 14.4.2020 více než 37 %, P/FFO se snížilo o více než 34 %. Průměrná hodnota P/E činila v roce 2019 36,8, ke 14.4.2020 činil průměr 24,8. Průměrná dividendový výnos v odvětví v roce 2019 dosahoval 4,1 %, ve druhé polovině dubna 2020 činila průměrná hodnota dividendového výnosu 6,8 %. Vybrané realitní investiční fondy na konci první poloviny dubna 2020 pokračovaly v dividendové politice beze změny, přesto nelze vyloučit zvýšenou pravděpodobnost pozastavení vyplácení dividend u dluhem více zatížených realitních investičních fondů typu SPG.

Tabulka 1 Vybrané ukazatele retailových realitních investičních fondů (2019–14.4.2020)

Období	Ukazatel	O	STOR	WPC	REG	FRT	SPG	NNN	$\bar{x}$
14.4.2020	P/AFFO	16,57	9,30	13,41	11,26	13,72	5,63	12,25	11,73
	P/FFO	16,72	9,69	14,64	11,26	13,72	5,63	12,66	12,04
2019	P/AFFO	20,82	17,59	16,34	16,88	21,41	13,59	19,22	17,98
	P/FFO	21,01	18,32	17,83	16,88	21,41	13,59	19,86	18,41
2019	P/E	50,09	28,23	45,98	46,03	28,66	24,03	34,50	36,79
14.4.2020	P/E	39,86	14,92	37,75	30,70	18,36	9,95	21,99	24,79
2019	DtE	0,81	0,80	0,87	0,63	1,44	8,40	0,75	1,96
2019	Div. v.	4,1%	4,0%	5,1%	3,6%	3,2%	5,1%	3,8%	4,1%
14.4.2020	Div. v.	5,1%	7,6%	6,2%	5,4%	5,0%	12,4%	6,0%	6,8%
Q4 2019	T. kap.	23,3	8,5	13,7	10,5	9,6	45,5	8,8	17,1
14.4.2020	T. kap.	18,0	4,1	10,9	6,5	5,7	18,0	5,4	9,8

Zdroj: Vlastní zpracování.

Průměrná tržní kapitalizace vybraných retailových realitních investičních fondů se v důsledku propadu cen kmenových akcií snížila o 42,7 %, v rámci výběrových reprezentantů odvětví činí 9,8 miliard USD. Průměrná míra celkové zadluženosti vybraných realitních investičních fondů dosáhla v roce 2019 1,96 s mediánem 0,81. Vybrané retailové realitní investiční fondy v průběhu let 2009 až 2019 disponovaly v některých obdobích s nekrytým dluhem, a to díky specifickému způsobu řízení hotovostních toků a flexibilnímu modelu využívání krátkodobých úvěrových linek. Tržní ocenění fondů do roku 2019 rostlo, tempem srovnatelným s analyzovaným realitním investičním fondem National Retail Properties.

### 3.3 Analýza National Retail Properties, Inc.

V úvodní části podnikové analýzy je charakterizován profil a historie National Retail Properties, Inc., ve druhé části je analyzována struktura a expozice nemovitostního portfolia realitního investičního fondu. V subkapitolách 2.5.3 až 2.5.6 je realizována finanční analýza, v kap 2.5.7 analýza metrik kapitálového trhu, v části 2.5.8 jsou vymezeny návrhy pro implementaci. V subkapitole 2.5.9 je určena vnitřní hodnota s využitím modelů DGM, NAV, P/FFO a P/AFFO a scénářů a v poslední subkapitole je formulováno investiční doporučení.

### 3.3.1 Profil a historie podniku

National Retail Properties, Inc. je realitním investičním fondem se sídlem v Orlando na Floridě v USA. Jeho primárním cílem je soustavná investiční činnost vynaložená na údržbu a růst nemovitostního portfolia, jež sestávalo k 31.12.2019 z 3118 nemovitostí vlastněných na území 48 států USA s celkovou pronajímanou plochou 32,5 milionů čtverečních stop (odpovídá 3,02 mil. m<sup>2</sup> a průměrné pronajímané ploše nemovitosti 968 m<sup>2</sup>) a průměrnou váženou délkou trvání smlouvy o pronájmu 11,2 roku. Účetní hodnota aktiv podniku k 31.12.2019 činila 7,4 miliard USD a tržní kapitalizace 9,4 miliardy USD. Podnik se specializuje na akvizice a realitní portfoliovou alokaci v sektoru retailu, majoritní složku portfolia tvoří obchodní centra a specializované samostatně stojící objekty s nebytovými prostory určenými k prodeji zboží a poskytování služeb, v rámci podnikové strategie se fond specializuje pouze na objekty s výhradním vlastnickým právem a nejčastěji s pouze jedním nájemcem, jež využívá celý objekt. Správu nemovitostního portfolia realizoval fond do roku 1998 externě, v roce 1998 fúzovala externí entita CNL Realty Advisors Inc. s NNN a od roku 1998 fond disponuje interní správou nemovitostního portfolia. Co do kvalitativních metrik vlastněných nemovitostí usiluje fond o udržování nemovitostí třídy A, tedy takových nemovitostí, jejichž stáří je nejvýše 15 let, současně se nacházejí v lokalitách s dobře dostupnou infrastrukturou, již existující zástavbou a pozitivními demografickými vývojovými trendy. Dle prohlášení interního managementu fondu patří mezi hlavní analytické parametry při výběru nových lokalit pro výstavbu, nebo nákup nových objektů obrát na m<sup>2</sup> prodejní plochy, predikovaný růstový demografický trend v lokalitě, kladné ekonomické predikce ovlivňující kupní sílu lokálního obyvatelstva, dostupná infrastruktura a nesaturovanost nabídky pronájmu prodejních ploch v lokalitě. V rámci této strategie fond dlouhodobě investuje do rekonstrukcí již vlastněných nemovitostí, nevyhovující objekty prodává. Převážnou část objektů pronajímá fond s využitím operativního leasingu, ve kterém nemají nájemci možnost odkoupení nemovitosti po ukončení smluvního vztahu a jsou zodpovědní za veškeré náklady spojené s pojištěním, běžnou správou i daňovými povinnostmi vlastníka nemovitosti, tímto způsobem vznikají realitnímu investičnímu fondu pouze náklady spojené s financováním nemovitosti, s pravidelnými úhradami závazků vůči sjednaným úvěrům a úvěrovým linkám a s náklady na stavební úpravy. U objektů o nichž fond rozhodl o jejich divestici formou převodu jejich vlastnictví na nájemníka po ukončení trvání smluvního vztahu poskytuje nemovitosti na pronájem finančním leasingem, podíl takto pronajímaných nemovitostí dlouhodobě nepřesáhl 2 % z aktivně pronajímaného portfolia fondu.

Společnost byla založena v roce 1984 vlastníky řetězce restaurací Golden Corral jako uzavřený investiční fond s externí správou určený zejména pro zaměstnance řetězce Golden Coral Corp., majoritní část nemovitostního portfolia tvořily jednotlivé pobočky řetězce v souhrnné účetní hodnotě aktiv 13 milionů USD, v listopadu 1986 vyplatil fond akcionářům první dividendu, následující rok zahájil vyplácení dividend v kvartálních intervalech, v roce 1992 došlo k úpravě řídicí struktury fondu a investiční strategie do současné podoby, fond rozšířil nemovitostní diverzifikaci napříč širším nemovitostním sektorem, avšak zůstává stále ve správě externí firmy CNL Realty Advisor, Inc., současně došlo k oddělení aktiv fondu od Golden Coral Corp. a vytvoření samostatné a nezávislé entity, realitního investičního fondu, pod názvem Commercial Net Lease Realty, jehož akcie byly upsány na American Stock Exchange. V roce 1994 došlo k přesunu upsaných akcií fondu do likvidnějšího prostředí New York Stock Exchange a fondu byl přidělen symbol NNN, k 31.12.1994 dosáhl podnik účetní hodnoty aktiv \$152 milionů. V roce 1998 došlo k fúzi sloučením externího podniku zajišťující správu nemovitostního portfolia, CNL Realty Advios, Inc., s realitním investičním fondem, a NN se stal od této chvíle samostatně řízeným realitním investičním fondem s účetní hodnotou aktiv \$685,6 milionů. V roce 2001 hodnota aktiv fondu dosahuje 1 miliardy USD, o tři roky



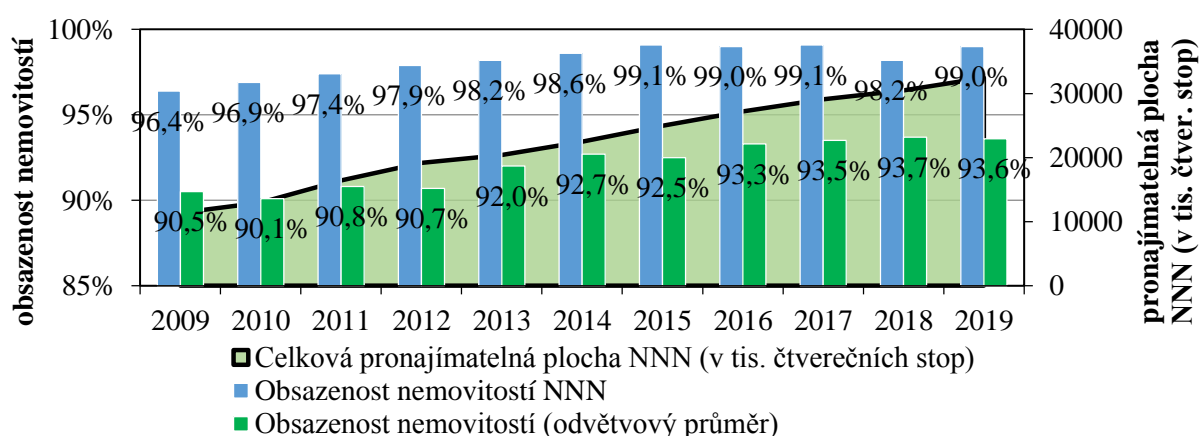
později se Commercial Net Lease Realty stal součástí indexu S&P 600, jež zahrnuje podniky s tržní kapitalizací v rozmezí 450 milionů až 2,1 miliard USD. V roce 2006 podnik divestoval poslední neretailovou část portfolia, kancelářský developerský komplex, a stává se fondem s výlučnou portfoliovou expozicí v retailu, dochází ke změně názvu fondu na National Retail Properties, Inc. s hodnotou aktiv ve výši 1,9 miliard USD. V roce 2011 dosahuje účetní hodnota aktiv fondu 3,4 miliardy USD a fond je zařazen mezi index S&P MidCap 400, zahrnující vybrané americké podniky s tržní kapitalizací do \$6,8 miliard. V následujících letech podnik pokračoval v expanzi a zkvalitnění portfolia akvizicemi napříč USA.

Vlastnická struktura National Retail Properties historicky inklinovala k institucionálním vlastníkům, podle NASDAQ (2020) k 31.12.2019 disponovala institucionální část vlastníků fondu 90,4 % z kmenových akcií v oběhu, z nichž k největším patřili zástupci tradičních amerických investičních fondů, a to Vanguard Group Inc. (14,5 %), Blackrock Inc. (14,3 %) a State Street Corp (7,8 %), ostatní institucionální investoři drželi méně než 5 % z kmenových akcií v oběhu. Objem insiderů činil historicky méně než 1 %. Zbylou část vlastnické struktury NNN tvořili retailoví investoři.

### 3.3.2 Struktura a expozice nemovitostního portfolia

Celková pronajímatelná plocha nemovitostí realitního investičního fondu National Retail Properties v roce 2019 činila 32,46 mil. čtverečních stop (odpovídá 3,015 mil. m<sup>2</sup>). Jejich průměrná obsazenost vztahovaná vůči pronajímané ploše činila 99 % (viz Graf 14), odvětvový průměr retailových realitních investičních fondů činil ve stejném období 93,6 %. Obsazenost nemovitostí NNN se v letech 2009 až 2019 vykazuje růstový trend, pohybující se mezi 96,4 % a 99,1 % s průměrnou obsazeností 98,3 %, odvětvový průměr činil ve stejném období 92,1 %. Z pohledu obsazenosti nemovitostního portfolia fond vykazuje dlouhodobě nadprůměrné hodnoty obsazenosti s velice nízkou fluktuací, z čehož je patrné, že se fondu dařilo od roku 2009 nahrazovat uvolněné prostory a udržovat vysokou míru obsazenosti i u nově získaných objektů. Mezi roky 2009 až 2019 fond aktivně realizoval svou akviziční politiku a navyšoval počet vlastněných objektů i celkovou pronajímatelnou plochu. Průměrné roční tempo růstu pronajímatelných ploch v tomto období činilo 11,2 %.

Graf 14 Pronajímatelná plocha a obsazenost nemovitostí NNN a odvětvový průměr (2009–2019)

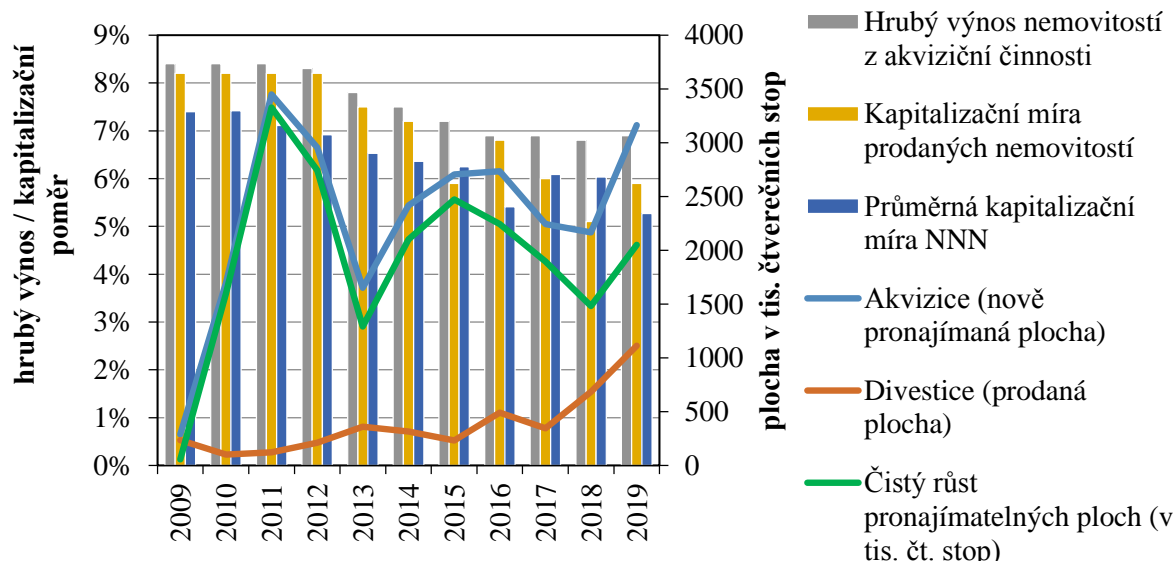


Zdroj: NAREIT (2020). Vlastní zpracování.

Nejvyšší objem akvizic co do počtu nemovitostí i nově získané pronajímatelné plochy dosáhl fond v roce 2011 (viz Graf 15), kdy vynaložil na nákup a rekonstrukce nových nemovitostí 772,4 mil. USD a zakoupil celkem 218 nových objektů s pronajímatelnou plochou ve výši 3,45 mil. čtverečních stop, nejméně fond investoval do nových objektů v době hypoteční krize

v roce 2009, kdy zakoupil pouze 8 nemovitostí za 36,3 mil. USD. Mezi roky 2012 až 2019 fond ročně nakoupil nemovitosti s průměrnou pronajimatelnou plochou 2,5 mil. čtverečních stop s průměrným ročním výnosem z nájmu vůči kupní ceně ve výši 7,3 %. Nejlevněji fond nakupoval nemovitosti v roce 2010 a 2011, kdy činil průměrný roční výnos 8,4 %, respektive 8,3 %, z kupní ceny nově získaných nemovitostí. Růst cen nemovitostí v následujících letech snížil průměrný dosahovaný výnos z pronájmu u nově nakoupených nemovitostí, mezi roky 2013 a 2016 na průměrných 7,4 %, mezi roky 2017 a 2019 na 6,9 %. V roce 2019 fond nakoupil celkem 210 nových nemovitostí s plochou 3,09 mil. čtverečních ploch za 752,5 mil. USD.

Graf 15 Hrubý výnos, kapitalizační míra, akvizice a divestice NNN (2009–2019)



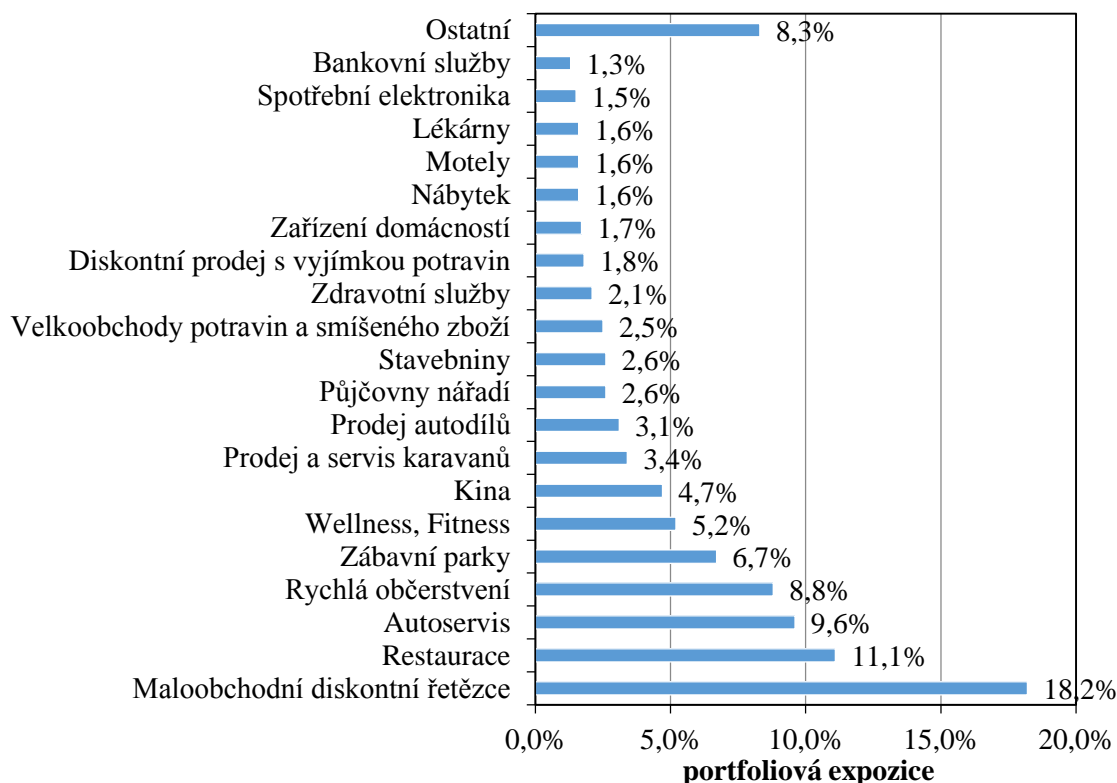
Zdroj: 10-K National Retail Properties, Inc. (2020). Vlastní zpracování.

Realitní investiční fond mezi roky 2009 až 2019 nakupoval nemovitosti, jejichž hrubý výnos byl v průměru o 0,6 % vyšší, než průměrná kapitalizační míra nemovitostního portfolia za stejné období, i z tohoto důvodu měla akviziční činnost National Retail Properties, Inc. akretivní účinek na AFFO fondu a lze ji označit za úspěšnou. Pokles kapitalizační míry nemovitostního portfolia NNN, hrubého výnosu z pronájmu u nově získaných nemovitostí i pokles kapitalizační míry prodávaných nemovitostí byl v analyzovaném období nepřímo úměrný růstu prodejních cen na nemovitostním trhu v USA. Prodejní ceny komerčních nemovitostí v USA rostly až do roku 2019. Tempo divestic National Retail Properties bylo do roku 2015 relativně nízké, fond se ročně zbavoval prodejem v průměru 225 tis. čtverečních stop prodejních ploch, respektive 21 objektů ročně za cenu, při které dosahovala průměrná kapitalizační míra prodávaných nemovitostí 7,6 %, což bylo o 0,7 % výše, než činila průměrná kapitalizační míra nemovitostního portfolia NNN ve stejném období, vzhledem k dlouhodobé strategii fondu je možné přisuzovat tuto diferenci horším kvalitativním metrikám prodávaných nemovitostí, jež neumožnily prodej nemovitostí bez cenového prémia nad rámec průměru nemovitostního portfolia fondu, neboť kvalitativně vyšší třídy nemovitostí dosahují dlouhodobě nižších kapitalizačních poměrů. Průměrné tempo divestic v letech 2016 až 2019 rostlo, fond se ročně zbavoval v průměru 2,2 % z celkových pronajímatelných ploch, nejvyšší intenzity dosáhla divestiční činnost v roce 2019, kdy fond prodal 59 nemovitostí s plochou přes 1,11 mil. čtverečních stop a poměr divestičních aktivit vůči akvizicím dosáhl hodnoty 0,35. Průměrný poměr divestic vůči akvizicím mezi roky 2010 až 2018 činil 0,16, dle prohlášení managementu fondu v průběhu telekonferencí zvýšil realitní investiční fond objem prodejní činnosti v roce 2019 také z důvodu velmi výhodných podmínek prodeje u



nemovitostí nakoupených před rokem 2015, které se díky růstu cen na nemovitostním trhu a zvýšené poptávce po komerčních nemovitostech prodávaly za výrazně lepší podmínek, než v předchozím roce.

Graf 16 Expozice nemovitostního portfolia National Retail Properties, Inc. v retailových subsektorech



Zdroj: National Retail Properties, Inc. (2020). Vlastní zpracování.

National Retail Properties disponuje v rámci svého nemovitostního portfolia širší diverzifikací retailové specializace (viz Graf 16). V rámci podílu na ročním nájmu jeho největší část (54,4 %) tvoří diskontní řetězce (18,2 %), restaurace (11,1 %) autoservisy, zahrnující automyčky a další autoslužby (9,6 %), rychlá občerstvení (8,8 %) a zábavní parky (6,7 %), wellness a fitness centra (5,2 %) a kina (4,7 %), ostatní využití pronajímaných retailových prostor je značně variabilní a sestává z celé škály nabízených služeb a zboží (viz graf č. ), od stavebnin a velkoobchodů, po lékárny, prodej nábytku a spotřební elektroniky. Z pohledu závislosti provozu jednotlivých prodejen na hospodářském cyklu je možné zařadit 54,2 % portfoliové expozice do defenzivní, případně cyklicky neutrálních provozů a zbývající část 45,8 % do na ekonomické aktivitě více závislých provozoven, jejichž tržby mohou být významněji ohroženy v případě poptávkových šoků v průběhu útlumu ekonomické aktivity v rámci hospodářského cyklu, jedná se zejména o wellness a fitness centra, kina, prodej zařízení do domácností (1,7 %), prodej nábytku (1,6 %), zábavní parky, spotřební elektroniku (1,5 %) a ostatní retailové specializace (8,3 %). Převážná část retailové specializace National Retail Properties je tvořena řetězci a podniky, jež nabízejí produkty a služby v sektorech ekonomiky, s omezenou závislostí na hospodářském cyklu, zbývající část retailového zaměření nájemních subjektů se vystavuje zvýšenému riziku propadu tržeb v případě poklesu ekonomické aktivity, nebo sektorově příslušných ekonomických šocích. Struktura retailová specializace nájemních subjektů National Retail Properties může způsobit vyšší riziko platební neschopnosti v případě poklesu ekonomické aktivity.

Za rok 2019 inkasoval realitní investiční fond na příjmech z nájmu \$674,3 milionů. Pouze jedenáct podnikatelských subjektů tvoří podíl vyšší než 2 % na inkasovaném nájemném National Retail Properties. Při čemž žádný subjekt, s nímž má fond uzavřenu nájemní smlouvu netvoří vyšší podíl na inkasovaném nájemném, než 5 %. Diskontní řetězec 7-Eleven provozuje celkem 140 poboček v nemovitostech NNN s podílem na nájmu ve výši 5 %, Mister Car Wash nabízí komplexní servisní služby pro osobní a užitkové automobily na 116 pobočkách s podílem na celkovém nájmu NNN ve výši 4,6 %. Camping World provozuje své pobočky nabízející outdoorové vybavení, servis a prodej karavanů ve 47 nemovitostech NNN a jeho podíl na příjmech z nájmu je 4,2 %, LA Fitness, provozovatel posiloven a wellness zařízení, využívá 30 obchodních jednotek generuje 3,7 % nájemného, Flynn Restaurant Group, provozovatel restauračních a rychlých občerstvení Taco Bell a Arby's pronajímá 151 obchodních jednotek a generuje 3,5 % z celkového inkasovaného nájemného. Diskontní řetězec GPM Investments nabízí maloobchodní prodej zboží na 151 pobočkách s podílem na nájmu 3,3 %. Podíl ostatních nájemníků na inkasovaném nájmu je nižší než 3 %. S ohledem na významnou míru diverzifikace nájemních subjektů a jejich expozici v oblasti nezbytných statků a služeb lze idiosynkratické riziko spojené s případným prodlením v placení nájemného označit za nízké.

Tabulka 2 Expirace nájemních smluv National Retail Properties, Inc.

rok	podíl na nájemném	počet nemovitostí	plocha (v tis. čt. stop)	rok	podíl na nájemném	počet nemovitostí	plocha (v tis. čt. stop)
2020	1,70%	66	688	2026	4,5%	174	1672
2021	3,50%	115	1253	2027	7,1%	194	2582
2022	5,50%	123	1634	2028	4,5%	153	1158
2023	2,9%	118	1471	2029	3,0%	75	1030
2024	2,7%	100	1600	ostatní	58,3%	1799	16880
2025	5,3%	167	1850				

Zdroj: National Retail Properties, Inc. (2020). Vlastní zpracování.

Vážený průměr délky trvání nájemních smluv se v letech 2009 až 2019 pohyboval mezi 11 a 12 roky, na konci roku 2019 činila průměrná vážená délka nájemního kontraktu 11 let, 2 měsíce a 12 dní. Riziko spojené s expirací nájemních smluv v roce 2020 a 2021 lze označit za nízké. Rozložení existující délky trvání nájemních vztahů po roce 2021 není rovnoměrné (viz Tabulka 2), v roce 2022 expirují nájemní smlouvy u 123 pronajímaných objektů, jenž se podílejí na inkasu nájemného z 5,5 %, případný dopad expirace nájemních smluv v letech 2023 a 2024 by činil za jinak nezměněných podmínek pokles nájmu o méně než 3 % ročně, v roce 2025 expiruje 167 nájemních smluv, jež tvoří v současnosti podíl 5,3 % na inkasovaném nájmu, v roce 2026 174 smluv s podílem na nájmu 4,5 %. Největší riziko spojené s poklesem nájmu existuje za jinak stejných podmínek v roce 2027, kdy dojde k ukončení nájemních smluv s celkovou pronajímanou plochou přes 2,58 milionu čtverečních stop a podílem na inkasovaném nájemném 7,1 %. V roce 2028 a 2029 expirují smluvní kontrakty, které generují 4,5 %, respektive 3 % z aktuální výše celkových příjmů z pronájmu. Příjem generovaný z uzavřených nájemních smluv s expirací počínaje rokem 2030 činí více než 58 % ze všech nájemních smluv, týká se 1799 objektů a v nemovitostním portfoliu National Retail Properties tvoří pronajímanou plochu přes 16,8 mil. čtverečních stop.

### 3.3.3 Elementární analýza dluhové, majetkové a kapitálové struktury fondu

Ke konci čtvrtého kvartálu roku 2019 disponoval realitní investiční fond National Retail Properties nezajištěným dluhem v čisté účetní hodnotě 2,99 miliard USD. Nezajištěný dluh

tvořil osm emisí seniorních dluhopisů s fixní úrokovou sazbou se splatností mezi roky 2022 až 2048 a hodnotou kupónu pohybující se mezi 3,8 % a 4,8 % s váženým průměrem 4,0 % a váženou průměrnou dobou splatnosti 8,6 let a krátkodobá úvěrová linka. Podnik ke čtvrtému kvartálu 2019 využíval úvěrový rámec ke krátkodobému financování ve výši 133,6 milionů USD, úroková výše potenciálního úvěrového rámce dosahuje hodnoty roční úrokové sazby LIBOR + 87,5 bazických bodů. Co do kreditních metrik, dosahují dle Moody's (2020) emitované seniorní nezajištěné dluhopisy National Retail Properties investičního stupně (Baa1) a preferenční akcie podniku o stupeň vyšší rizikovosti, avšak stále investičního stupně (Baa2). V rámci existující dluhové struktury podnik eviduje vydané nezajištěné seniorní dluhopisy v nominální hodnotě 2,875 miliard USD, z toho konvertibilních za kmenové akcie ve výši 406,5 milionů USD, zároveň fond emitoval preferenční akcie v nominální výši 325 milionů USD. Predikovaný vývoj hodnocení kreditních metrik hodnocený agenturou Moody's ve výhledu z prvního kvartálu roku 2019 je stabilní. V rámci dlouhodobého úvěrového financování podnik ke čtvrtému kvartálu 2019 eviduje jeden úvěr zajištěný nemovitostmi v čisté účetní hodnotě jistiny 12,2 milionů USD s fixní úrokovou sazbou 5,23 % a splatnosti v červenci 2023.

V celém analyzovaném období let 2009 až 2019 realitní investiční fond zvyšoval hodnotu celkových aktiv, a to s průměrným ročním tempem 11,31 %. Ke konci roku 2009 National Retail Properties disponoval aktivy v účetní hodnotě 2,59 miliard USD, pro rok 2019 činila hodnota celkových aktiv fondu 7,43 miliard USD. Nejvyšší relativní nárůst účetní hodnoty aktiv o 26,6 % fond realizoval v roce 2011, a to díky navýšení hodnot dlouhodobého hmotného majetku, jež byl způsobeno historicky nejvyšší akviziční činností nemovitostí, která se promítla do navýšení účetní hodnoty části pronajímaného nemovitostního portfolia, po odečtení odpisů a amortizace, o 700 milionů USD, v meziročním vyjádření se jednalo o nárůst ve výši 27,5 %. Nejnižší meziroční nárůst hodnoty aktiv o 3,6 % fond realizoval v roce 2017, a to díky zpomalení akviziční činnosti nových nemovitostí. Fond v rámci své účetní evidence rozlišuje dlouhodobý majetek, který sestává z nemovitostního portfolia, na nemovitosti podle typu uzavíraných smluv, přičemž majoritní část smluvních kontraktů tvoří pronájem objektů operativním leasingem, tedy bez možností odkoupení nemovitosti po ukončení smluvního vztahu, nájemce je při tom zodpovědný jak za pravidelné uhrazení veškerých správních poplatků spojených s vlastnictvím i pronájmem nemovitosti, tak za daň z nemovitosti a pojištění, tímto způsobem vznikají realitnímu investičnímu fondu pouze náklady spojené s financováním nemovitosti a pravidelné úhrady závazků vůči sjednaným úvěrům a úvěrovým linkám. Minoritní část smluv tvoří pronajímané objekty u nichž fond rozhodl o divestici formou převodu jejich vlastnictví po ukončení trvání smluvního vztahu, tento typ dlouhodobých aktiv fond účetně vykazuje jako nemovitosti a jejich příslušenství pronajímané s využitím finančního leasingu a jejich podíl na aktivně pronajímaném nemovitostním portfoliu se pohybuje v analyzovaném období mezi 0,5 % až 1,4 %. Jako třetí složkou dlouhodobé majetku NNN eviduje nemovitosti, které aktivně nepronajímá a jichž se v daném účetním období plánuje zbavit prodejem, jejich podíl na dlouhodobých aktivech tvoří v analyzovaném období méně než 1 %. Fond mezi roky 2009 až 2019 pravidelně zvyšoval hodnotu nemovitostního portfolia nákupem nových objektů a zvyšováním své geografické expozice ve více státech USA. 99,6 % aktivně pronajímaného nemovitostního portfolia National Retail Properties, k 31.12.2019 7,29 miliard USD, byla pronajímána operativním leasingem, pronájem na finanční leasing činil z celkového pronajímaného portfolia méně než 0,6 %, dlouhodobé neobsazené nemovitosti, určené k prodeji, evidoval ke stejnému období fond v účetní hodnotě 7 milionů USD.

Krátkodobá aktiva National Retail Properties v letech 2009 až 2019 tvořily v průměru 3,9 % majetkové struktury fondu, s nejvyšším podílem 6,12 %, respektive 158,6 mil. USD v roce

2009 a nejnižším podílem 1,8 %, respektive 133,6 mil. USD, dosaženým k poslednímu dni roku 2019. Strukturu krátkodobých aktiv fondu tvoří peněžní prostředky a jejich ekvivalenty, pohledávky z obchodních vztahů, příjmy příštích období, zahrnující zpětně vybírané platby nájemného, ostatní finanční pohledávky, spojené zejména s emisími dluhových cenných papírů a ostatní krátkodobá aktiva. Realitní investiční fond používá k financování své provozní činnosti cash flow generované z pronájmu a prodeje nemovitostí. Své investiční aktivity fond financuje převážně s využitím finančních prostředků inkasovaných z prodeje dluhových cenných papírů, emisí kmenových a preferenční akcií, hypoték a úvěrových linek, z nichž nejčastěji využívá emisí konvertibilních dluhových cenných papírů se splatností delší než 1 rok a revolvingových úvěrových linek. V analyzovaném období struktura krátkodobých aktiv a cash flow podniku odpovídá flexibilnímu modelu řízení akviziční a divestiční činnosti realitního investičního fondu. Podnik ve sledovaném období nevykazuje mimořádné změny ve struktuře krátkodobých aktiv, jež by nebylo možné přiřadit k fluktuacím spojeným s běžnou provozní a investiční činností fondu.

V letech 2009 až 2019 se pohybovala hodnota celkových závazků National Retail Properties v rozmezí 1 až 3,1 mld. USD, fond v tomto období zvyšoval objem svých celkových závazků průměrným meziročním tempem 11,9 %, nejvyšší nárůst celkových závazků o 20,8 % fond realizoval v roce 2011, díky rekordním emisím dluhových cenných papírů a kumulaci úvěrů s dlouhodobou splatností, jež v daném období vzrostly o více než 296 mil. USD, respektive o 49 %. V roce 2013 fond vykázal snížení hodnoty celkových závazků o 0,84 %, do kterého se promítly zejména finanční aktivity, jež vedly ke snížení závazků z úvěrových linek evidovaných ke konci účetního období o 74 %, respektive o 127,8 mil. USD. Mezi roky 2014 až 2019 rostla hodnota celkových závazků fondu průměrným ročním tempem 10,9 %, v roce 2019 o 5,2 %. Dlouhodobé závazky fondu v analyzovaném období tvořily mezi 84 % a 96 % z celkových závazků, s průměrným podílem na nich ve výši 90,81 %. Podíl dlouhodobých závazků na celkových aktivech fondu se pohyboval mezi roky 2009 až 2019 v rozmezí 34,2 až 40,1 % s průměrnou hodnotou 36,7 %. Nejvyšší relativní nárůst dlouhodobých závazků o 31 %, respektive o 300 mil. USD realizoval fond v roce 2011, na němž se podílela zejména emise konvertibilních dluhových cenných papírů, za jejichž prodej fond inkasoval 295,7 mil. USD. K 31.12.2019 tvořil objem dlouhodobých závazků NNN 2,855 mld. USD, respektive 91,99 % z celkových závazků fondu, z toho 2,843 mld. USD tvořily emitované dlouhodobé dluhové cenné papíry a 12 mil. USD bankovní úvěr zajištěný nemovitostmi.

Krátkodobé závazky analyzovaného realitního investičního fondu se v letech 2009 až 2019 pohybovaly v rozmezí 36 mil. a 278 mil. USD, jejich průměrný podíl na kapitálové struktuře fondu činil 3,78 %. Podíl krátkodobých závazků na celkových závazcích se vyvíjel zejména v závislosti na bilancích účetních hodnot krátkodobých finančních závazků, představujících stav úvěrové linky fondu, jež je v průběhu roku aktivně využívána a hrazena podle aktuálních potřeb řízení finančního cash flow. Úrokové závazky tvoří druhou část krátkodobých závazků fondu, jejich účetní hodnota se pohybovala mezi 7 mil. USD a 20 mil. USD, v analyzovaném období nevykazují rostoucí trend, k 31.12.2019 NNN disponoval úrokovými závazky v účetní hodnotě 18 milionů USD, jež se podílely 7,3 % na objemu všech krátkodobých závazků. Ostatní krátkodobé závazky fondu tvoří zejména závazky fondu z obchodních vztahů, v letech 2009 až 2019 se jejich výše pohybovala v rozmezí 29 mil. USD až 121,6 mil. USD, v roce 2019 došlo k růstu ostatních krátkodobých závazků o 18,7 mil. USD na 96,58 mil. USD, jejich podíl na krátkodobých závazcích činil 38,9 %, respektive 1,29 % na kapitálové struktuře fondu.

Vlastní kapitál National Retail Properties vykazuje v letech 2009 až 2019 růstovou tendenci, nejnižší hodnoty 1,529 miliard USD dosáhl v roce 2010, nejvyšší hodnoty 4,332 miliard USD v roce 2019, v analyzovaném období se vlastní kapitál fondu zvyšoval průměrným ročním

tempem 11,13 %, jeho podíl na kapitálové struktuře fondu se pohyboval mezi 56,3 % až 62,4 %. Nejvyšší relativní nárůst vlastního kapitálu o 31,1 %, respektive o 475 mil. USD, fond dosáhl v roce 2011, ke zvýšení vlastního kapitálu přispěla apreciacie emitovaných akcií, jež se projevila v růstu emisního ážia realitního investičního fondu, vzhledem k emisím akcií a jejich následné tržní apreciaci se hodnota kapitálového fondu NNN zvyšovala v celém analyzovaném období, ke konci roku 2019 činila 4,495 miliard USD. V analyzovaném období podnik v rámci vývoje vlastního kapitálu prohlubuje ztrátu z výsledků hospodaření z minulých let, jež ke konci roku 2019 činila 499 milionů USD. Realitní investiční fond v rámci své kapitálové struktury disponuje díky akviziční činnosti z let před rokem 2009 podíly s minoritním vlivem, jejich podíl na vlastním kapitálu je však nižší, než 0,1 % a fond se zbývajících dlouhodobě zbavuje, v roce 2009 činily podíly s minoritním vlivem 2,6 mil. USD, v roce 2019 pouze 7 tisíc USD. Základní kapitál fondu tvoří emitované kmenové a preferenční akcie. K 31.12.2019 fond emitoval 171,7 milionů kmenových akcií o jmenovité hodnotě \$0,01 a 138 tisíc preferenčních akcií se jmenovitou hodnotou \$2500 za akcií, hodnota základního kapitálu NNN činila v roce 2019 346,7 mil. USD a tvořila 8 % z vlastního kapitálu fondu.

### **3.3.4 Analýza pracovního kapitálu, zadlužení, likvidity, aktivity a rentability**

Model financování provozních aktivit National Retail Properties je založen na čerpání krátkodobých úvěrových linek, prodeje dluhových a majetkových cenných papírů a příjmu generovaného z pronájmu, k financování investičních aktivit používá pouze výjimečně klasických hypotéčních úvěrů. V letech 2009 až 2019 realitní investiční fond vykázal průměrné hodnoty čistého pracovního kapitálu ve výši 18,8 mil. USD, v letech 2010 až 2012, 2017 a 2019 financoval fond své aktivity nekrytým dluhem, na konci účetních období let 2009, 2013 až 2016 a 2018 fond splňoval předpoklad krytí svých krátkodobých závazků svými oběžnými aktivy s průměrnou výší ČPK 113 mil. USD. Průměrná výše nekrytého dluhu v analyzovaném období dosáhla 94,3 mil. USD, s nejvyšším nekrytým dluhem ve výši 142 mil. USD v roce 2017. K 31.12.2019 operoval realitní investiční fond s nekrytým dluhem v hodnotě 115 mil. USD, v komparaci s rokem 2018 došlo v roce 2019 k navýšení závazků z aktivní krátkodobé úvěrové linky z nulového stavu na 134 mil. USD a současně ke snížení objemu držených peněžních prostředků a jejich ekvivalentů ze 114 mil. USD na 1 mil. USD. Lze očekávat, že v průběhu roku 2020 fond navýší objem disponibilních peněžních prostředků a bude schopen operovat bez nekrytého dluhu, úvěrová linka a cash flow generované z pronájmu poskytuje fondu flexibilní možnosti financování i sanace krátkodobého dluhu. Průměrné čisté pohotové prostředky National Retail Properties dosahují v analyzovaném období výše -19 mil. USD, s nejnižší hodnotou -178 mil. USD z roku 2017 a nejvyšší dosaženou hodnotou ČPP 281 mil. USD z roku 2016, na konci roku 2019 dosáhl fond záporné hodnoty čistých pohotových prostředků fondu ve výši 149 mil. USD, s ohledem na model financování provozní činnosti fondu však záporná hodnota čistých pracovních prostředků nepředstavovala historicky bezprostřední riziko spojené s omezením likvidity a solventnosti fondu.

V letech 2009 až 2019 se celkové zadlužení National Retail Properties pohybovalo mezi 43,7 % a 37,6 %, s průměrným zadlužením ve výši 40,4 %, v analyzovaném období nevykazuje významný trend růstu ani poklesu úrovně celkového dluhu. Nejvyššího průměrného zadlužení 42,6 % dosahoval fond v pokrizovém období let 2010 až 2012, ve kterém vykazoval historicky nejvyšší relativní akviziční aktivitu nákupem nových nemovitostí, mezi roky 2013 až 2016 fond stabilizoval svou dluhovou strukturu na průměrné hodnotě celkového zadlužení 38 %, ke snížení úrovně zadlužení přispělo navýšení emisního ážia realizované díky apreciaci emitovaných kmenových akcií a růstem tržního ohodnocení fondu kapitálovým trhem.

V následujících třech letech se růst vlastního kapitálu fondu zpomalil na průměrný roční nárůst 3,5 %, nedošlo však k významnému snížení investiční aktivity fondu, účetní hodnota nemovitostního portfolia fondu se zvyšovala ročně v průměru o 461 mil. USD, v letech 2013 až 2016 činil průměrné navýšení účetní hodnoty nemovitostního portfolia 520 mil. USD ročně. V roce 2019 došlo ke snížení celkového zadlužení National Retail Properties o 1,7 % na 38,4 %. Ke snížení zadlužení významně přispěla tržní apreciacie akcií fondu, jež se promítla do růstu evidovaného emisního ážia emitovaných akcií v oběhu, fond současně zpomalil tempo růstu celkových závazků z 8,4 % na 5,2 %.

Běžné zadlužení fondu se v analyzovaném období pohybovalo mezi 1,4 % až 7,9 %, s průměrnou hodnotou 3,6 %, nejnižšího běžného zadlužení 1,4 % dosáhl fond v roce 2018, díky mimořádnému snížení krátkodobých závazků, jež však bylo do větší míry ovlivněno splacením všech závazků vyplývajících z krátkodobé úvěrové linky fondu. Nejvyššího běžného zadlužení dosáhl fond v roce 2010, díky nárůstu krátkodobých finančních závazků, ke kterým došlo v souvislosti s krytím provozních aktivit fondu v pokrizovém období. Dlouhodobá zadluženost fondu dosahovala mezi roky 2009 až 2019 průměrné hodnoty 36,8 %, fond v analyzovaném období vykazuje růstový trend dlouhodobé zadluženosti průměrným ročním tempem ve výši 0,29 %. Nejvyšší úroveň dlouhodobého zadlužení dosáhl fond v roce 2018, z důvodu emise dluhových cenných papírů, jež navýšila ke konci roku závazky spojené s emisemi dlouhodobých dluhových cenných papírů o 392 mil. USD, jednalo se o nejvyšší zaznamenaný roční nárůst v analyzovaném období. V roce 2019 se snížilo dlouhodobé zadlužení fondu na 38,4 %, neboť fond v roce 2019 významně nezvýšil své dlouhodobé závazky, jejich relativní nárůst činil 0,12 %, respektive 3,3 mil. USD, zvýšil však vlastní kapitál o 4,3 % díky růstu tržního ocenění, jež se promítlo do zvýšení emisního ážia National Retail Properties.

Běžná likvidita realitního investičního fondu v analyzovaném období vykazovala významnou fluktuaci v rozmezí hodnot 4,32 až 0,45, s průměrnou hodnotou běžné likvidity 1,61. K 31.12.2019 činila běžná likvidita fondu 0,54, meziročně se hodnota běžné likvidity snížila o 77 %, a to v důsledku navýšení úvěrové linky v závěru kalendářního roku. Pohotová likvidita National Retail Properties vykazuje srovnatelnou úroveň fluktuace v jednotlivých obdobích, zejména z důvodu implikací spojených s hybridním modelem financování provozních a investičních aktivit fondu, nejvyšší hodnoty 3,72 dosáhla v roce 2016, nejnižší hodnoty 0,35 v roce 2017, průměrná hodnota pohotové likvidity mezi roky 2009 až 2019 činila 1,4. Pohotová likvidita realitního investičního fondu se v roce 2019 meziročně snížila o 80 % na 0,42, v důsledku čerpání úvěrové linky. Průměrná okamžitá likvidita NNN v letech 2009 až 2019 činila 0,42, s nejnižší hodnotou 0,004 z roku 2019 a nejvyšší hodnotou 2,79 z roku 2016. Nízké hodnoty ukazatelů likvidity dosažené na konci roku 2019 nepředstavují bezprostřední riziko ohrožení likvidity fondu, v průběhu kalendářního roku docházelo k oscilaci ukazatelů likvidity v závislosti na provozních aktivitách fondu v celém analyzovaném historickém období. V komparaci se třetím kvartálem roku 2019 fond vykazoval výrazně lepší hodnoty ukazatelů likvidity, jeho běžná likvidita činila 2,62, pohotová likvidita 2,42 a okamžitá likvidita 2,4. S ohledem na tato zjištění a fakt, že dluhové cenné papíry National Retail Properties dosahují kreditních metrik investičního stupně, je možné konstatovat, že fond disponoval pro pokrytí svých provozních výdajů dostatečnou rezervou při využívání alternativních cest pro zajištění svého financování, ať už využitím emise dluhových nebo majetkových cenných papírů, či prostřednictvím dočasného navýšení krátkodobého úvěrového rámce.

National Retail Properties v letech 2009 až 2019 dosahoval obrátivosti aktiv v rozmezí 0,075 až 0,090 s průměrnou hodnotou 0,086, historicky v tomto období vykazovala obrátivost aktiv růstový trend s průměrným meziročním tempem 0,3 %. Na konci roku 2019 činila obrátivost

aktiv NNN 0,090. Průměrná obratovost aktiv retailových realitních investičních fondů, jejichž tržní průměrná kapitalizace činila v roce 2019 více než 5 mld. USD a jejichž kapitálová struktura byla srovnatelná s NNN, činila 0,089. Realty Income Inc. dosáhl obratovosti aktiv 0,0804, W.P.Carey Inc. 0,0877, STORE Capital Corporation 0,088 a Regency Centers Corporation 0,1018. Tržní kapitalizací a portfoliovou expozicí srovnatelné realitní retailové investiční fondy využívající vyšší úroveň zadlužení, Federal Realty Investment Trust a Simon Property Group, Inc., dosáhly obratovosti celkových aktiv 0,138, respektive 0,184. Na základě komparativní analýzy historické obratovosti aktiv dosahovaných v odvětví je možné konstatovat, že National Retail Properties dosahuje odvětvově průměrných hodnot obratovosti kapitálu a při stávající úrovni zadlužení a struktury nemovitostního portfolia se neočekávají významné změny v kapitálové aktivitě.

V letech 2009 až 2019 dosáhl realitní investiční fond průměrné rentability aktiv 3,46 %, v tomto historickém období zvyšoval ROA průměrným tempem 7,26 % ročně, nejnižší úroveň rentability aktiv 2,12 % fond dosáhl v období finanční krize v roce 2009, až do roku 2014 rentabilit aktiv fondu rostla na úroveň 3,87 %, v následujících třech letech se ROA NNN pohybovalo na stabilní úrovni v průměru 3,76 %, mezi roky 2017 až 2019 se ROA National Retail Properties zvýšilo nad úroveň 4 %, na průměrnou hodnotu 4,06 %. V roce 2019 činila rentabilita aktiv 4,02 %. Ve stejném roce dosáhl Realty Income ROA 2,6 %, Store Capital Corp 3,6 %, W.P. Carey 2,2 % a Regency Centers Corp 2,2 %. V kontextu odvětvové komparace National Retail Properties dosáhlo historicky nadprůměrných hodnot ROA. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu NNN mezi roky 2009 až 2019 činila 5,81 %, s nejnižší hodnotou 3,5 %, dosaženou v roce 2009 a nejvyšší hodnotou 7,04 %, dosaženou v roce 2018. V analyzovaném období ROE fondu vykazovalo růstový trend. V roce 2019 dosáhl fond ROE 6,91 %, na pokles rentability vlastního kapitálu měl negativní vliv nárůst odpisů a amortizace nemovitého majetku a navýšení provozních nákladů v oblasti kapitálových výdajů vynakládaných na rekonstrukce nově pořízených objektů. Odvětvový průměr ROE v roce 2019 činil 4,95 %, nejnižší rentability vlastního kapitálu 3,8 % dosáhl Regency Centers Corp, nejvyšší, 6,7 %, Store Capital Corp. S ohledem na tato zjištění National Retail Properties dosáhl odvětvově nadprůměrné rentability vlastního kapitálu. Rentabilita investovaného kapitálu v roce 2019 činila 5,8 %, průměrná hodnota ROCE v letech 2009 až 2019 4,92 %, ve sledovaném období se rentabilita investovaného kapitálu pohybovala v rozmezí 3,41 % až 6,06 % a vykazovala růstový trend. V komparaci s odvětvovým průměrem dosáhl realitní investiční fond v roce 2019 nejvyšší hodnoty ROCE, odvětvový průměr činil 4,48 %.

National Retail Properties v letech 2009 až 2019 historicky operoval s rostoucí ziskovou marží, nejnižší ziskové marže 23,8 % dosáhl fond v roce 2009, až do roku 2012 zisková marže fondu rostla na 42,8 % a došlo ke konsolidaci a stabilizaci dosud dynamického vývoje ve změnách nákladových položek spojených s kumulací dluhu a akviziční činnosti fondu. Mezi roky 2013 až 2016 fond využíval menší finanční páky, zadlužení fondu tvořilo v průměru 1,61 násobek vlastního kapitálu, v komparaci s rokem 2012, kdy činila hodnota finanční páky 1,74. Snížení zadlužení mělo negativní vliv na ziskový účinek finanční páky, současně však snížilo rizikovou expozici spojenou s omezením kontroly výběru nových akvizic, jež v případě rychlé expanze nemusely splňovat kvalitativní nároky kladené na nemovitostní portfolio fondu. Nejvýznamnější nárůst ziskového účinku finanční páky fond zaznamenal v roce 2010, dluhová expanze měla historicky pozitivní vliv na růst rentability vlastního kapitálu s výjimkou roku 2015, kdy fond musel vynaložit mimořádné náklady na restrukturalizaci své provozní struktury, jež se promítly do navýšení celkových nákladů. Od roku 2016 se nákladová struktura National Retail Properties vrátila do dlouhodobého normálu, což se pozitivně projevilo do růstu ROS, od roku 2017 NNN alokovalo do svého majetku větší podíl cizího kapitálu pro financování expanze nemovitostního portfolia, růst

zadlužení měl pozitivní vliv na ziskový účinek finanční páky, neboť v rámci nákladové struktury nedošlo v tomto období k významným změnám, které by negativně ovlivnily výkonnost fondu. V roce 2019 činila zisková marže fondu 44,6 % a ziskový účinek finanční páky 1,72. Konkurenční realitní investiční fondy ve stejném období dosahovaly průměrné ziskové marže 29,5 % a operovaly s průměrnou finanční pákou 1,87. V rámci komparativní analýzy odvětvových průměrů a NNN dosahoval fond nadprůměrných hodnot ziskové marže s historicky nižším zadlužením, nižší finanční páka v kombinaci s vyšší rentabilitou tržeb je pozitivním faktorem z hlediska rizikovosti kapitálu NNN. National Retail Properties disponuje ve srovnání se svými konkurenty kvalitativně vyššími hodnotami nemovitostního portfolia a nákladově efektivnější správou majetku, jež se projevují ve vyšší ziskovosti fondu s nižší úrovní zadlužení.

### 3.3.5 Analýza kapitálových nákladů a podnikové výkonnosti

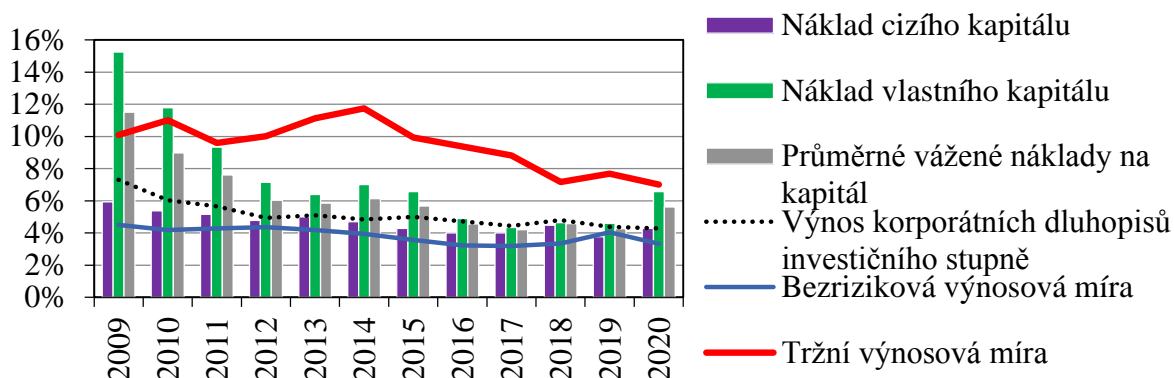
Náklady na vlastní kapitál National Retail Properties byly stanoveny s využitím modelu oceňování kapitálových aktiv, definovaným v subkapitole 2.1.3 dle vzorce 3.1. Výchozím teoretickým předpokladem pro stanovení bezrizikové výnosové míry je model stanovení bezrizikové úrokové míry definovaný v subkapitole 2.1.1, ve kterém představuje hodnotu bezrizikové výnosové míry v jednotlivých letech součet klouzavého desetiletého aritmetického průměru růstu reálného HDP a desetiletého klouzavého aritmetického průměru roční změny cenové hladiny, v tomto pojetí bezriziková výnosová míra aproximuje očekávaný vývoj úrokových sazeb a současně umožňuje implementaci nezáporné bezrizikové míry do modelu oceňování kapitálových aktiv i v období velmi nízkých úrokových sazeb, velmi nízkých výnosů státních dluhopisů a v době ekonomické recese. Očekávaný výnos trhu představuje v modelu CAPM klouzavý dvacetiletý průměr roční výkonnosti indexu S&P 500 kalkulovaný včetně inkasovaných dividend. Očekávaná tržní výnosová míra je v modelu reprezentovaná klouzavým aritmetickým průměrem roční celkovou výkonností indexu S&P 500 za posledních dvacet let. Pro výpočet systematické rizika  $\beta$  je jako benchmark vyžití cenový vývoj indexu S&P 500, který je komparován s cenovým vývojem akcií National Retail Properties, kovariance cenových fluktuací mezi fondem a indexem jsou kalkulovány na měsíční bázi za poslední tři roky, pro jednotlivé období mezi roky 2009 až 2019 je užito průměrné roční hodnoty systematického rizika. Pro rok 2020 jsou užita nejbližší dostupná data, včetně odhadů poklesu reálného HDP a vývoje cenové hladiny pro rok 2020. Pro měření podnikové výkonnosti užito modelu ekonomické přidané hodnoty (EVA), jež je komparována s dosaženými historickými výsledky fondu, včetně jejich variant, jež zahrnují FFO a AFFO.

Průměrné roční náklady na cizí kapitál National Retail Properties, jež zahrnují veškeré úroky spojené s financováním dluhového kapitálu, včetně ztrát vzniklých zajištěním úrokových sazeb, se mezi roky 2009 až 2019 pohybovaly v rozmezí 5,93 % až 3,77 % (viz Graf 17), v letech 2009 až 2013 bylo financování cizího kapitálu realitního investičního fondu nejdražší, v průměru 5,25 %, a to jak z důvodů dopadů finanční krize a s krizí související zvýšení kreditních spreadů, tak z důvodu zvýšení kapitálové rizikovosti retailových realitních investičních fondů v době ekonomické recese. Od roku 2014 začaly ratingové agentury snižovat kreditního riziko dluhové struktury NNN a fond dokázal financovat svou akviziční činnost s nižšími úrokovými náklady, průměrné náklady na cizí kapitál v letech 2014 až 2018 dosáhly 4,29 %. V roce 2019 fond vykázal kapitálové náklady na cizí kapitál ve výši 3,77 %, ke jejich snížení významně přispělo snížení dlouhodobého zadlužení realitního investičního fondu. Pro rok 2020 jsou je predikován nárůst nákladů na cizí kapitál na hodnotu 4,29 %, která odpovídá výnosu korporátních dluhových cenných papírů investičního stupně, reportovaných agenturou Moody's, za měsíc březen 2019, jejichž vývoj dlouhodobě koreluje s vývojem nákladovosti cizího kapitálu NNN a zároveň lépe reflektuje zvýšení tržní nejistoty



vyvolané nuceným uzavřením některých typů obchodů v průběhu března a dubna roku 2020, možným odkladem platby nájmu a případným snížením obsazenosti nemovitostního portfolia NNN.

Graf 17 Nákladovost kapitálu NNN a výnosy korporátních dluhopisů investičního stupně (2009–2020)



Zdroj: 10-K National Retail Properties, Inc. a FRED (2020). Vlastní zpracování.

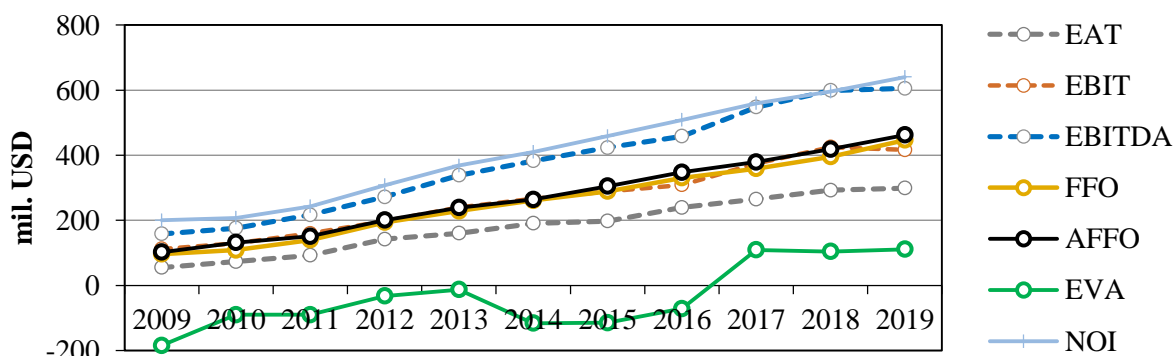
Náklady na vlastní kapitál National Retail Properties, kalkulované metodou oceňování kapitálových aktiv, dosahovaly mezi roky 2009 až 2019 hodnot v rozmezí 4,35 % až 15,24 % s průměrnou hodnotou 7,45 %. Nejvyšších hodnot nákladů na vlastní kapitál dosáhl fond v letech 2009 až 2011, kdy jejich výše činila 15,24 %, 11,79 % a 9,34 %, takto vysokého hodnoty nákladů vlastního kapitálu ovlivnilo zejména zvýšené systematické riziko, které v roce 2009 dosáhlo hodnoty 1,92, v roce 2010 1,11 a v roce 2011 0,95, přestože došlo ke snížení závislosti vývoje ceny kmenových akcií NNN na průměru trhu, jednalo se stále o historicky nadprůměrné hodnoty ukazatele beta. Průměrná hodnota systematického rizika NNN za období let 2009 až 2019 činila 0,58, v období nižší tržní volatility mezi roky 2013 až 2019 0,28, hodnota  $\beta$  v roce 2019 rostla z 0,12 na 0,15. V průběhu tržního propadu akciového trhu z konce února 2020, jež pokračoval v průběhu března, došlo k výraznému oslabení všech odvětví se zvýšenou expozicí v retailovém segmentu, včetně realitních investičních fondů, které byly v důsledku mimořádných opatření vystaveny riziku pozdního inkasa nájemného, či potenciálnímu nárůstu předčasných žádostí o ukončení nájemních smluv, tyto důvody významně přispěly k propadům tržních cen akcií a promítly se do výrazného zvýšení systematického rizika National Retail Properties, jež pro rok 2020 stanoveno, jako nejnovější dostupný podíl kovariance měsíčních uzavíracích cen NNN a indexu S&P 500 vůči směrodatné odchylce S&P 500 v časovém období posledních 36 měsíců, takto zjištěná hodnota systematického rizika pro NNN činila 0,88. Zvýšení systematického rizika se výrazně promítlo do růstu uvažovaných nákladů na vlastní kapitál, jež byly pro rok 2020 stanoveny na 6,57 %. V rámci dílčích parametrů modelu oceňování kapitálových aktiv byla bezriziková výnosová míra pro rok 2020 stanovena na 3,33 %, v roce 2019 činila 4,05 %, snížení bezrizikové výnosové míry nastalo v důsledku poptávkových i nabídkových šoků v ekonomice, jež způsobily pokles reálného výkonu ekonomiky USA v prvním a ve druhém čtvrtletí roku, pro celý rok 2020 je uvažován pro stanovení bezrizikové úrokové míry meziroční pokles reálného HDP ve výši 5 %, růst cenové hladiny je očekáván ve výši 2,07 %.

Průměrné vážené náklady na kapitál v letech 2009 až 2019 realitní investiční fond efektivně snižoval (viz graf č. 12), WACC vykázaly v tomto období klesající trend s průměrnou hodnotou WACC 6,31 %. Nejvyšší hodnoty WACC 11,51 % dosáhl fond v roce 2009, nejnižší hodnoty WACC 4,2 % v roce 2017. Díky relativně vysokému tempu růstu odpisů a pravidelným distribucím více než 90 % zisku formou dividend, se do snížení průměrných vážených nákladů na kapitál významně nepromítl daňový štít, neboť realitní investiční fond

dosahoval historicky velmi nízkých hodnot efektivní daňové sazby, a to na základě splnění legislativních výjimek, vymezených v kap. 2.2.1. Ke snížení průměrných vážených nákladů na kapitál přispělo dosažení nižší nákladovosti cizího kapitálu při relativně stabilní úrovni dlouhodobého zadlužení National Retail Properties. Fond v analyzovaném období emitoval dluhové cenné papíry s fixní kupónovou sazbou, zejména ve formě seniorního nezajištěného dluhu, jejichž úrokovou sazbu díky rostoucí kreditní kvalitě postupně snižoval, k 31.12.2019 činil objem takto emitovaných dluhových cenných papírů 2,99 miliard USD s průměrnou váženou hodnotou kupónu 4 %. Pokles WACC ovlivnila také klesající nákladovost vlastního kapitálu, k níž přispěla postupná stabilizace fondu na kapitálových trzích a snížení tržní výnosové míry, uvažované v rámci modelu CAPM. WACC National Retail Properties v roce 2019 činily 4,26 %, pro rok 2020 jsou průměrné vážené náklady na kapitál predikovány na 5,62 %, jejich růst byl ovlivněn zhoršenou prognózou v oblasti systematického rizika fondu a zhoršení kreditních metrik.

Analyzovaný realitní investiční fond byl v letech 2009 až 2019 z pohledu účetních výkazů ziskový (viz Graf 18), jeho výkonnost měřená finančním ukazatelem ekonomické přidané hodnoty (EVA) byla s výjimkou let 2017 až 2019 záporná. Pro realitní investiční fondy upřednostňovaná metrika finanční výkonnosti, stanovená s využitím finančních prostředků z provozní činnosti (FFO) a jejich adjustované výši (AFFO), vykazovala růstový trend a fond ziskovost v celém historickém období. Zisk po zdanění rostl průměrným tempem 19,3 % ročně, nejvyššího meziročního růstu EAT o 53,8 % dosáhl fond v roce 2012, díky historicky nejvyššímu absolutnímu nárůstu tržeb, v důsledku akviziční činnosti v předchozím roce, jež vyústilo v navýšení pronajímané plochy o 3,4 mil. čtverečních stop a současně proběhlo za historicky velmi výhodných podmínek, co se týče hrubého výnosu z nově pořízených nemovitostí. Z důvodů relativního nárůstu provozních nákladů se tempo růstu zisku po zdanění v následujících třech letech zpomalilo na průměrných 11,9 % p.a., jeho růst byl tažen dál akviziční činností a vysokou obsazeností nemovitostního portfolia. V roce 2016 se čistý zisk meziročně zvýšil o 21 % na 239,5 mil. USD v důsledku relativního poklesu celkových nákladů a úspěšné akviziční činnosti z minulého roku. V letech 2017 a 2018 se růst zisku stabilizoval na průměrných 10,5 % ročně, v roce 2019 činil EAT National Retail Properties 299,2 mil. USD a rostl meziročně o 2,3 %, do zpomalení růstu se negativně promítlo zvýšení provozních nákladů realitního investičního fondu a zvýšený objem investic.

Graf 18 Vývoj výkonnosti a ziskovosti National Retail Properties, Inc. (2009–2019)



Zdroj: Vlastní zpracování.

Objem investic fondu v letech 2009 až 2019 rostl rychleji než objem odpisů, podnik tak zvyšoval svůj majetek a jeho investiční aktivity měly pozitivní vliv na růst hodnoty aktiv fondu. EBITDA rostl průměrným tempem 14,6 % ročně a EBIT tempem 14,3 % ročně. EBITDA v roce 2019 činil 605,6 mil. USD a EBIT 416,8 mil. USD. Historický vývoj finančních prostředků z provozní činnosti a jejich adjustované výše koreloval s vývojem

provozního výsledku hospodaření před zdaněním a úroky. FFO rostlo průměrným ročním tempem 16,9 %, AFFO tempem 16,6 %. Nejdynamičtějšího růstu AFFO a FFO realitní investiční fond dosáhl v letech 2010 až 2013. V roce 2019 se zvýšily finanční prostředky z provozní činnosti o 13 %, jejich výše činila 446,7 mil. USD, AFFO rostly ve stejném roce o 10,4 % na 462,3 mil. USD.

Čistý provozní příjem z nemovitostí (NOI) fondu rostl v analyzovaném období průměrným tempem 12,5 % ročně. Nejvyššího tempa růstu dosáhl NOI mezi roky 2009 až 2013, kdy se čistý příjem z provozní činnosti zvyšoval ročně v průměru o 17 %, v letech 2014 až 2016 se růstu NOI zpomalil na průměrných 11,3 % p.a. V letech 2017 a 2018 rostl čistý příjem z provozní činnosti průměrným tempem 8,2 % p.a., hlavním faktorem ovlivňujícím růst NOI byla v těchto letech optimalizace provozních nákladů vynaložených na správu nemovitostního portfolia, v roce 2019 došlo k růstu NOI o 7,6 %, na zvýšení čistých příjmů z provozní činnosti fondu mělo největší vliv úspěšné obsazení nově získaných nemovitostí, podíl nákladových položek v oblasti správy nemovitostí vztažený vůči růstu tržeb zůstal stabilní. S výjimkou let 2017 až 2019 fond negeneroval ekonomickou přidanou hodnotu, vzhledem k užitému modelu oceňování kapitálových aktiv, blíže specifikovanému v úvodu kapitoly 3.3.5. Fond v letech 2009 až 2016 vykázal průměrnou roční ztrátu ekonomické přidané hodnoty ve výši -89 mil. USD, nejnižší ztrátu -13 mil. USD vykázal v roce 2013. V roce 2017 vytvořil ekonomickou přidanou hodnotu ve výši 109 mil. USD, o rok později 104 mil. USD a v roce 2019 111 mil. USD. Historicky vývoj ekonomické přidané hodnoty National Retail Properties vykazuje růstovou trajektorii. K růstu ekonomické přidané hodnoty NNN nejvíc přispěl růst provozního zisku po zdanění a dlouhodobý pokles průměrných vážených nákladů na kapitál.

### **3.3.6 Analýza podnikové bonity a bankrotního rizika**

Bonita a bankrotní riziko realitního investičního fondu v historickém období let 2009 až 2019 byli podrobeny multivariační diskriminační analýze modelem Z-Score. V krizovém a pokrizovém období let 2009 až 2012 dosahovala hodnota Z-score realitního investičního fondu 1,89 až 2,07, dle interpretace hodnot Z-score, je možné konstatovat, že fond ani v období útlumu ekonomické aktivity a poklesu maloobchodních tržeb ve výše uvedeném časovém období nebyl vystaven pásmu bankrotu, nacházel se však na dolním rozsahu šedé zóny a existovala tak u něj zvýšená pravděpodobnost bankrotního rizika spolu s velmi omezenou bonitou. V roce 2013 se hodnota Z-score zvýšila na horní hranici šedé zóny, fond v roce 2013 významně omezil původně zvýšené riziko bankrotu. Od roku 2014 do konce roku 2019 Z-score NNN nabývalo hodnot v rozsahu bonitní zóny a nízkého bankrotního rizika. V rámci dekompozice dílčích ukazatelů v příslušných váhových zastoupeních (viz Tabulka 3) je patrné, že v roce 2010, 2012, 2017 a 2019 kryl fond část svých krátkodobých závazků svým dlouhodobým majetkem a operoval se záporným čistým pracovním kapitálem, financoval tak část svých provozních aktivit s nekrytým dluhem, s ohledem na model financování provozní činnosti fondu, využívání úvěrových linek a fluktuace krátkodobých závazků s tím spojených, jež byly blíže diskutovány v subkapitole 2.5.3 této práce, nepředstavují záporné hodnoty parametru  $Z_1$  významné ohrožení podnikové bonity, ani zvýšeného bankrotního rizika, přesto poukazují na vyšší riziko spojené s financováním provozních aktivit fondu v případě déletrvajících propadů v cash flow způsobených pozdním inkasem plateb nájemného. Z vývoje parametru  $Z_2$ , lze odvodit, že na hodnotu Z-score fondu, s výjimkou let 2009 a 2010 měl negativní vliv akumulovaný deficit vykázaný na konci účetních období, záporný nerozdělený zisk fondu vznikl v důsledku vyplácení dividendových plateb akcionářům z disponibilního zisku fondu, jeho záporná hodnota tak není prekurzorem klesající bonity fondu, růst akumulovaného deficitu však negativně ovlivňuje bankrotní riziko fondu v případě

snahy o zachování dividendové politiky fondu v době očekávaných propadů, nebo opoždění v inkasu nájmů, či klesající obsazenosti nemovitostního portfolia, klesající hodnota ukazatele  $Z_2$  poukazuje na zvyšující se riziko v případě negativních déletrvajících makroekonomických šoků. V kontextu oslabení ekonomické výkonnosti USA v prvním a druhém kvartálu 2020 a omezení retailových prodejů, by realitní investiční fond mohl přistoupit k dočasnému přerušení distribuce kvartálních dividend pro zachování dostatečné likvidity, vykáže-li však účetní zisk, může tak učinit nejdéle do konce kalendářního roku, kdy bude fond povinen vyplatit 90 % z disponibilního zisku akcionářům ve formě dividend.

Tabulka 3 Dekompozice parametrů multivariační diskriminační analýzy Z-score NNN (2009-2019)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Z-Score	1,89	2,04	2,06	2,07	2,82	3,80	3,65	3,87	3,61	4,08	4,67
$Z_1$	0,06	-0,04	0,00	-0,04	0,00	0,02	0,00	0,06	-0,03	0,02	-0,02
$Z_2$	0,03	0,00	-0,02	-0,03	-0,05	-0,06	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09
$Z_3$	0,14	0,16	0,15	0,16	0,18	0,18	0,17	0,16	0,19	0,20	0,18
$Z_4$	1,57	1,83	1,85	1,89	2,60	3,57	3,45	3,64	3,44	3,86	4,50
$Z_5$	0,09	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09	0,09

Zdroj: Vlastní zpracování.

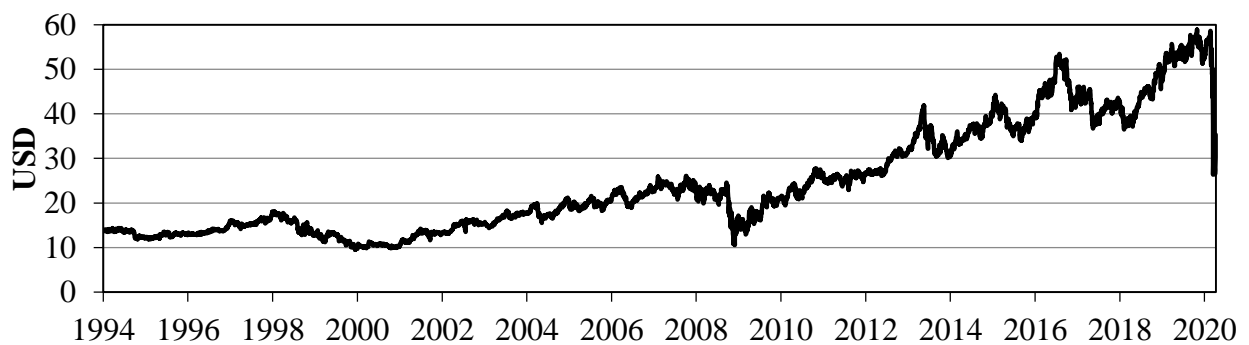
K růstu hodnoty Z-score realitního investičního fondu pozitivně přispěla zvyšující se výkonnost provozního zisku před zdaněním a úroky, jež se podílela na objemu celkových aktiv vyšší vahou. Z vývoje parametru  $Z_3$  je patrné, že fond vykazoval v ohledu růstu EBIT relativně stabilní trend s růstovou trajektorií a pozitivně tak ovlivňoval svou bonitu. Růst tržního ocenění realitního investičního fondu a relativně stabilní úroveň celkového zadlužení, pohybující se mezi roky 2009 až 2019 v rozmezí 37,4 % až 43,7 % zapříčinily růst ukazatele  $Z_4$ , který se podílel největší vahou na hodnotě Z-score, ve všech analyzovaných odvětvích, z pohledu modelu Z-score je patrné, že bonita i bankrotní riziko National Retail Properties je velmi závislé na tržní kapitalizaci fondu. Z důvodu mimořádného propadu tržní kapitalizace fondu v průběhu března a první poloviny dubna 2020 se však hodnoty parametru  $Z_4$  snížila na hodnotu 0,9. Fond v celém období vykazoval relativně stabilní podíl tržeb na aktivech, z těchto důvodů nebyla historická zaznamenaná významná fluktuace hodnot parametru  $Z_5$  a jeho vývoj lze interpretovat jako neutrální pro dlouhodobou stabilitu fondu. Při aktualizovaných parametrech z kapitálového trhu pro první polovinu dubna 2020 dosahovalo Z-score fondu hodnoty 1,07. Do historicky největšího zaznamenaného poklesu hodnot Z-score se promítla depreciace akciového kurzu fondu a s ní spojený skokový pokles tržní kapitalizace. Dle Z-score byl realitní investiční fond v první polovině dubna v pásmu bankrotu a nevytvářel bonitu. Vzhledem k relativně stabilním očekáváním a pouze omezeným dopadům současných negativních makroekonomických implikací v rámci scénářových variant vývoje vymezených v subkapitole 2.5.9 této práce je tak významný pokles v tržním ocenění považován za extrémní a je možné jeho dočasné projevy spojovat s prodejním tlakem spekulativního kapitálu.

### 3.3.7 Analýza cenového vývoje, dividendové politiky a ukazatelů kapitálového trhu

Přestože k prvnímu úpisu akcií původní entity, ze které vznikl realitní investiční fond National Retail Properties, Inc. došlo v roce 1984 a fond začal vyplácet dividendu akcionářům od roku 1986, blíže k současné řídicí struktuře a investiční strategii realitní investiční fond dospěl v roce 1994, kdy došlo k úpisu akcií fondu na New York Stock Exchange pod názvem Commercial Net Lease Realty. Kmenové akcie realitního investičního fondu se začaly

obchodovat na NYSE 3. ledna 1994 na ceně \$13,75 za akcii (viz graf č. 14). V roce 2006 se realitní investiční fond přejmenoval na National Retail Properties, Inc. V průběhu let 1994 až 2020 nedošlo k akciovým splitům. Do roku 1998 vykazoval cenový vývoj akcií růstový trend, nejvyšší cenový nárůst akcií o 14,4 % nastal v roce 1997. V letech 1999 až 2000 cena akcií klesala, v důsledku nejistoty dopadů změny struktury fondu, způsobené fúzí realitního investičního fondu s externím podnikem CNL Realty Advisor, Inc., jež zajišťoval správu nemovitostního portfolia fondu v minulosti. Interní správa fondu, společně s akviziční činností, investiční strategií a růstem finanční výkonnosti fondu působili akretivně na tržní ohodnocení fondu. Akcie fondu v letech 2001 až 2007 pokračovaly v růstovém trendu, tržní cena akcií rostla průměrným tempem 12,6 % p.a., největší růst průměrné roční ceny akcií o 22,6 % a 18,1 % nastal v letech 2001 a 2002. V roce 2008 se akcie fondu propadly ze svého vrcholu o 43 %, cenový propad akcií byl ovlivněn hypotéční krizí a širším propadem celého akciového trhu, nemovitostní sektor patřil s výjimkou bankovního k nejvíc postiženým. Ze dna na předkrizové hodnoty se dostala tržní cena akcií o rok a 4 měsíce později, a to v březnu 2010. Mezi roky 2010 až 2019 rostla tržní cena akcií průměrným tempem 12,1 % ročně, zvýšenou volatilitu trh vykázal v roce 2013, 2015 a 2017. Historicky nejvyšší zaznamenaný propad akcií National Retail Properties nastal v březnu 2020, cena akcií se propadla z únorového maxima \$58,87 na \$24,04 za akcii. Jedním z hlavních důvodů bylo uzavření některých typů obchodů a obchodních center, na základě vládních nařízení, která přispěla k nejistotě v inkasu nájemného a výrazně zvýšila riziko všech realitních investičních fondů s expozicí v retailovém segmentu. K déle trvajícimu tlaku na tržní ocenění fondu negativně přispěla nejistota přesněji avizovaného scénáře, který by umožnil predikovat délku působení restriktivních opatření a stanovit odhad dopadů na finanční výkonnost fondu. V průběhu konce března a první poloviny dubna 2020 se akcie fondu obchodovaly s výraznou cenovou volatilitou, cenový rozptyl byl v rozsahu \$26 až \$37,39 za akcii.

Graf 19 Uzavírací ceny kmenových akcií National Retail Properties, Inc. (1994–2020)

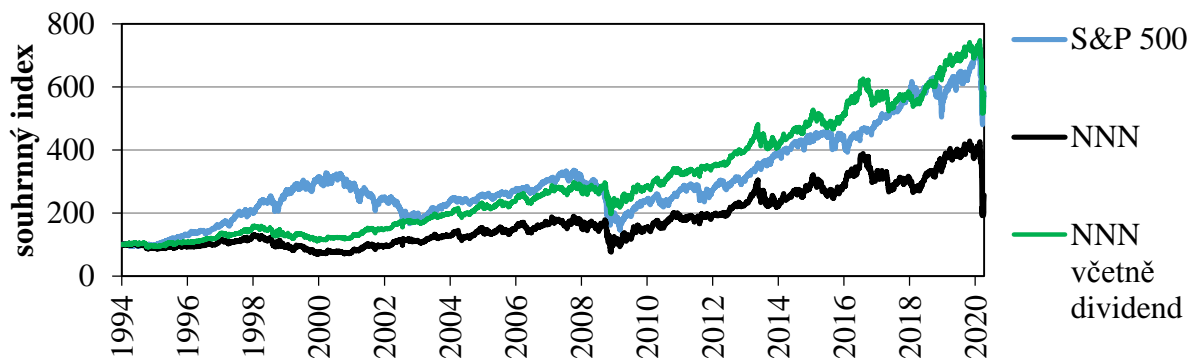


Zdroj: Vlastní zpracování.

Při komparaci výkonnosti akcií NNN s referenčním benchmarkem trhu, jímž byl pro účely analýzy vybrán index S&P 500. Z grafu č. 15 je patrné, že cenový vývoj akcií NNN historicky zaostával za výkonem trhu. Při adjustaci výkonnosti akcií NNN o obdržené dividendy je možné analyzovat celkový výkon akcií za období let 1994 až 2020. Pro tyto účely je sestaven graf vývoje souhrnného indexu komparující výkonnost výše uvedených variant aktiv se základním obdobím 3.1.1994 (viz Graf 20). Z takto analyzované výkonnosti vyplývá, že celková výkonnost akcií NNN díky dividendové politice a stabilnímu růstu dividend ve výše uvedeném historickém období výrazně zvýšila historickou výkonnost cenového vývoje NNN. Takto komparovaná celková výkonnost akcií National Retail Properties poprvé překonala výkon trhu v roce 2008, od tohoto roku se pod úroveň výkonnosti trhu dostaly akcie NNN pouze v roce 2017 a v roce 2020, v důsledku propadu akcií o více než 50 %, při nejhlubším propadu v roce 2020 činila hodnota souhrnného indexu celkové výkonnosti NNN

517, ve stejné chvíli byla hodnota souhrnného indexu S&P 500 534,7. Pro komparaci byla analyzována rovněž celková výkonnost akcií NNN v jednotlivých letech od roku 2009 do roku 2019, ve všech obdobích akcie NNN vykázaly dlouhodobě srovnatelnou výkonnost s úrovní výkonnosti indexu S&P 500 a v průběhu všech období rovněž realizovaly apreciaci nad úroveň indexu S&P 500. Dlouhodobí držitelé kmenových akcií National Retail Properties historicky profitovali z dividendové politiky fondu a aprece cenového kurzu.

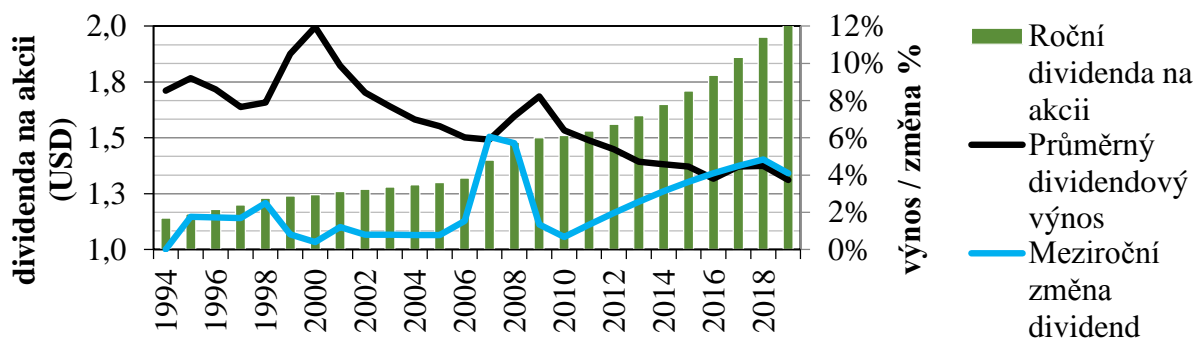
Graf 20 Komparace výkonnosti akcií NNN adjustovaných o dividendy s indexem S&P 500



Zdroj: Vlastní zpracování.

Realitní investiční fond National Retail Properties musí v rámci legislativních povinností distribuovat 90 % ze svých zdanitelných příjmů pocházejících z běžné činnosti fondu ve formě dividend, před novelizací z roku 1999 byl podíl distribucí o 5 % vyšší. Historická dividendová politika National Retail Properties byla v souladu s legislativou, realitní investiční fond vyplácel pravidelně dividendu. Od roku 1994 vyplácel fond dividendu v kvartálních intervalech, historicky nedošlo k vyplacení mimořádné dividendy nad rámec běžných kvartálních plateb. Od roku 1994 fond pravidelně navyšoval objem vyplacených dividend průměrným tempem 2,31 % ročně (viz graf č. 16). K nejvyššímu navýšení dividend o 6,06 % došlo v roce 2007, i v následujícím roce došlo ke zvýšení dividendy o 5,7 %, po období finanční krize až do roku 2013 bylo průměrné tempo ročního růstu dividend nižší, činilo průměrných 1,57 %. Historicky fond pravidelně navyšoval platbu dividend v průběhu třetího kvartálu kalendářního roku. Mezi roky 2014 až 2019 fond zvyšoval dividendu průměrným tempem 4,05 % p.a. Dividenda vyplacená v prvním kvartálu letošního roku činila 0,515 USD na kmenovou akcii a byla ve stejné výši, jako dividendy vyplacené ve třetím a čtvrtém kvartálu roku 2019. Realitní investiční fond deklaroval vyplacení dividendy ve druhém kvartálu roku 2020 ve stejné výši, jako byla předchozí. Výhled dividendové politiky do konce roku zůstal v nezměněné podobě, a to 2,06 USD na akcii pro rok 2020.

Graf 21 Historický vývoj dividend a výplatního poměru NNN (1994–2019)

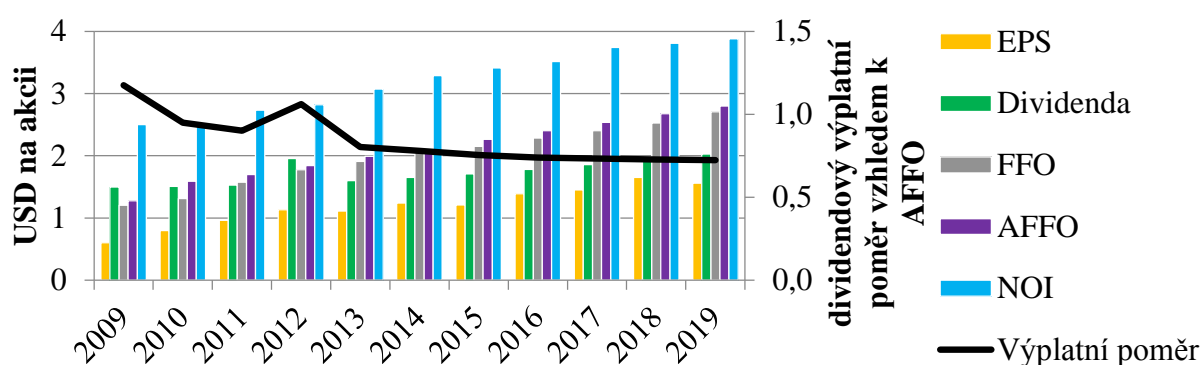


Zdroj: Vlastní zpracování.



Průměrný historický dividendový výnos, vztažený vůči průměrným ročním uzavíracím cenám akcií National Retail Properties dosáhl mezi roky 1994 a 2008 8,2 %, mezi rok 2009 až 2019 5,1 %. Vzhledem k poklesu cen akcií v průběhu března a dubna 2020 činil v polovině dubna 2020 dividendový výnos NNN 6 %, srovnatelné výše dosahoval v rámci období od roku 2009 pouze mezi roky 2009 až 2010. Historický dividendový výplatní poměr, vztažený vůči AFFO fondu, byl v letech 2009 a 2012 vyšší než 1. V ostatních letech byla dividendová politika fondu kryta ze 100 % adjustovanými finančními prostředky z provozní činnosti fondu. Průměrný výplatní poměr vztažený vůči AFFO fondu mezi roky 2009 až 2019 činil 0,85. Výplatní poměr dosahoval zvýšených hodnot v letech 2009 až 2012, od roku 2013 se dividendový výplatní poměr fondu snižoval, z 0,8 na 0,72 v roce 2019. Při komparaci FFO a vyplacených dividend (viz graf č. 17) je patrné, že fond mezi roky 2013 až 2019 byl schopen krýt dividendu FFO, FFO v tomto období činilo průměrných 79 % dividendy, v roce 2019 kryl realitní investiční fond dividendu FFO ze 75 %.

Graf 22 Výnosy na akcii a výplatní poměr NNN (2009–2019)



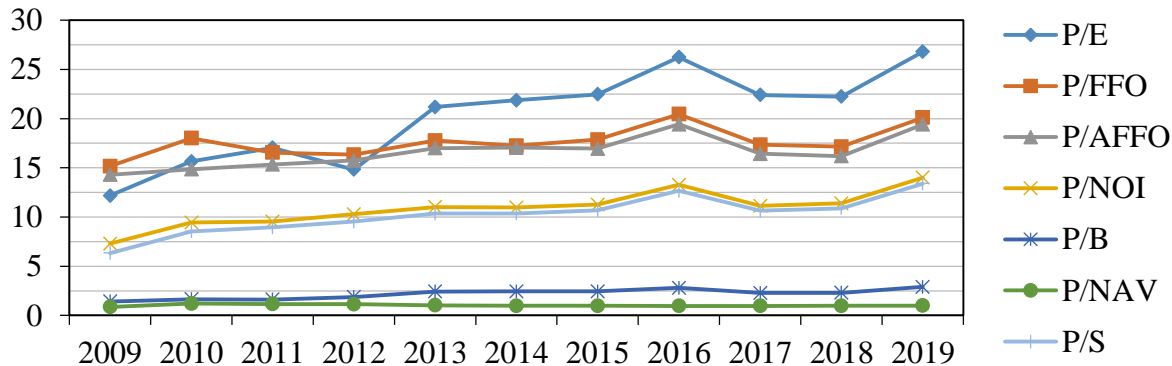
Zdroj: Vlastní zpracování.

Fond v analyzovaném období let 2009 až 2019 vykazoval růstový trend výnosnosti na akcii (viz graf č. 17), a to jak v případě EPS, tak v případě výnosnosti kalkulované FFO, AFFO a NOI. EPS rostlo průměrným tempem 10,6 % ročně, FFO 8,53 % p.a., AFFO 8,3 % p.a. a NOI průměrným tempem 6,1 % p.a. Nejdynamičtějšího růstu výnosů na akcii realitní investiční fond dosáhl v první polovině analyzovaného období, výnos na akcii rostl mezi roky 2009 až 2014 průměrným ročním tempem 16,2 %, finanční prostředky z provozních operací tempem 11,8 % ročně, AFFO 10,8 % ročně a výnos z provozní činnosti na akcii průměrným tempem 8,4 % ročně. Mezi roky 2015 až 2019 došlo ke snížení průměrného tempa růstu u všech uvedených metrik s výjimkou AFFO na více než polovinu. Průměrné tempo růstu zisku na akcii mezi roky 2015 až 2019 činilo 5,8 % p.a., finanční prostředky z provozních operací fondu na akcii rostly průměrným tempem 5,3 % ročně, adjustované finanční prostředky z provozních operací průměrným tempem 5,8 % ročně, EPS průměrným tempem 5 % ročně a NOI průměrným tempem 3,7 % p.a. Hlavní příčinou snížení růstové dynamiky výnosových metrik National Retail Properties po roce 2014 bylo výrazné snížení tempa růstu čistých investic, jež se projevilo zpomalením růstu nově pronajímatelných ploch fondu. Průměrný nárůst nově pronajímatelných ploch fondu v první polovině analyzovaného období činil 14,7 % ročně, mezi roky 2014 až 2019 došlo ke zpomalení růstu pronajímatelných ploch na průměrných 7,8 % ročně. Realitní investiční fond v roce 2019 dosáhl růstu finančních prostředků z provozních operací o 4,5 %, AFFO na akcii činilo 2,8 USD. FFO fondu v roce 2019 rostly meziročně o 7 % na 2,71 USD na akcii. Zisk na akcii v roce 2019 klesl o 5,5 % na \$1,56. Výnos z provozní činnosti na akcii se snížil v roce 2019 o 13,8 % na 1,38 USD.

Dlouhodobý trend vývoje ukazatelů kapitálového trhu kmenových akcií National Retail Properties vykazoval mezi roky 2009 až 2019 růstový trend, který byl nejvýznamněji

ovlivněn růstem násobků ocenění akcií na širším trhu po finanční krizi z let 2008 až 2009, vzhledem k nižší tržní kapitalizaci realitního investičního fondu a jeho expozici v cyklickém odvětví byla růstová fáze pozvolná a kopírovala postupnou obnovu ekonomické aktivity v USA, jež přispěla k růstu tržeb v maloobchodu, potávrce po obchodních prostorech a působila pozitivně na růst cen komerčních nemovitostí. Z dlouhodobého vývoje ukazatelů kapitálového trhu je patrná nejvýraznější fluktuace tržních ocenění vztahených vůči zisku na akcii, účetní hodnotě na akcii a obratu na akcii, tyto ukazatele kapitálového trhu v roce 2016 a v roce 2019 dosahovaly téměř dvojnásobku hodnot z let 2009 a 2010. Nižší fluktuací a zároveň stabilnější vývojové trajektorii disponují ukazatele kapitálového trhu komparující tržní cenu akcií NNN s AFFO a FFO. Akcie NNN se v roce 2009 prodávaly za 15,2násobek finančních prostředků z provozních činností fondu, respektive za 14,3násobek AFFO, v roce 2016 činilo P/FFO fondu 20,44 a P/AFFO 19,42. V roce 2017 a 2018 došlo k poklesu hodnot ukazatelů kapitálového trhu z důvodu odvětvového snížení průměrných valuací, a to navzdory růstu finančních prostředků z operací, růstu FFO, AFFO i růstu výnosů z provozní činnosti retailových realitních investičních fondů. Jedním z hlavních důvodů byl pokles maloobchodních tržeb a zvyšování podílu tržeb na online platformách a e-commerce v popředí s Amazon.com, Inc. V roce 2019 došlo k růstu hodnot ukazatelů kapitálového trhu v důsledku apreciacie kmenových akcií fondu, průměrná roční uzavírací cena se meziročně zvýšila o více než 25 %. Hodnoty všech ukazatelů kapitálového trhu s výjimkou P/FFO, P/AFFO a P/NOI dosáhly svého maxima v rámci analyzovaného období v roce 2019. V porovnání s rokem 2009 se kmenové akcie NNN v roce 2019 prodávaly za více než dvojnásobek EPS, účetní hodnoty na akcii, čisté hodnoty aktiv na akcii a obratu na akcii. P/FFO a P/AFFO bylo v roce 2019 v průměru o 34 % vyšší, než v roce 2009, P/NOI o 77 %.

Graf 23 Ukazatele kapitálového trhu National Retail Properties, Inc. (2009–2019)



Zdroj: Vlastní zpracování.

27. února 2020 došlo k prvnímu výraznému propadu akciových trhů po dlouhém období nízké volatility od počátku roku 2020. Propad tržních ocenění podniků v cyklických odvětvích s vyšší expozicí vůči patřil mezi největší. Realitní investiční fondy s expozicí v retailu byly vystaveny přímým dopadům vládních restrikcí ve chvíli uzavření některých typů provozoven z bezpečnostních důvodů a z důvodů omezení šíření nákazy. Kromě vládních restrikcí fundamentálně negativně ovlivňovaly ceny akcií retailových realitních investičních fondů i první analytické predikce, které předpovídaly negativní dopady očekávaných změn na chování spotřebitelů a omezení jejich nákupů a pobytu v obchodních centrech. V reakci na nové skutečnosti akcie realitních investičních fondů s expozicí v retailu oslabovaly. Akcie National Retail Properties se propadly 18. března na cenu 26,4 USD na akcii, při které dosahovaly P/FFO 9,74, historicky nejnižší zaznamenanou hodnotu za celé analyzované období. Přestože došlo k částečné stabilizaci akciového trhu, retail zůstal v první polovině



dubna pod stále velkým tlakem a cenový vývoj akcií retailových realitních investičních fondů byl velmi volatilní (viz Tabulka 4).

Tabulka 4 Vývoj P/FFO vybraných eREITs (průměr hodnot 2019 a stav ke 14.4.2020)

Retailový realitní investiční fond								
Období	O	STOR	WPC	REG	FRT	SPG	NNN	$\bar{x}$
2019/2020	-20,4%	-47,1%	-17,9%	-33,3%	-35,9%	-58,6%	-36,3%	-35,7%
14.4.2020	16,72	9,69	14,64	11,26	13,72	5,63	12,66	12,04
2019 ( $\bar{x}$ )	21,01	18,32	17,83	16,88	21,41	13,59	19,86	18,41

Zdroj: Vlastní zpracování.

Při komparaci vybraného ukazatele kapitálového trhu P/FFO, jež je s ohledem na charakteristiky realitních investičních fondů pro účely této práce vybrán jako reprezentativní ukazatel, je patrné (viz Tabulka 4), že v průběhu první poloviny dubna 2020 došlo k propadům ocenění měřených ukazateli kapitálového trhu napříč všemi vybranými realitními fondy s expozicí v retailu. U realitních investičních fondů s vysokým zadlužením, v případě Simon Property Group, Inc. (SPG) více než desetinásobným v porovnání s National Retail Properties, došlo i přes velmi kvalitní charakteristiky nemovitostního portfolia k nejvyššímu propadu. U realitních investičních fondů s vyšší tržní kapitalizací a nižším zadlužením došlo k nižším propadům. Realitní investiční fondy s nižší tržní kapitalizací (Store Capital Corp.) zaznamenaly vyšší propad v ocenění i přes úroveň zadlužení srovnatelnou s National Retail Properties. V rámci vybraných konkurenčních realitních investičních fondů došlo k průměrnému propadu P/FFO o 35,7 %, při uvažování realitních investičních fondů se srovnatelnou úrovní zadlužení došlo k průměrnému propadu 31,8 %. Hodnota ukazatel P/FFO National Retail Properties se ve stejném období snížila o 36,3 % na 12,7. S ohledem na komparativní analýzu ukazatelů kapitálového trhu napříč konkurenčními realitními investičními fondy je možné konstatovat, že akcie NNN se obchodovaly v první polovině dubna v rozptylu historicky nejnižších hodnot od roku 2009 a zaostávaly za vývojem konkurenčních realitních investičních fondů, jejich výkonnost byla však v pásmu průměrném pro realitní investiční fondy se srovnatelnou úrovní zadlužení a portfoliové expozice.

### 3.3.8 Návrhy pro implementaci

Realitní fond může v případě legislativního prosazení odkladu plateb nájmu bez kompenzací pronajímatelům čelit skokovému zvýšení platební neschopnosti u některých nájemních subjektů a může být nucen operovat se zvýšeným nekrytým dluhem, pro sanaci výpadků příjmů může navýšit využití krátkodobých úvěrových linek, při výrazném růstu limitu úvěrových linek může dojít ke zhoršení podmínek pro čerpání těchto typů krátkodobých úvěrů, v důsledku čehož mohou nákladové úroky negativně ovlivnit výsledky hospodaření fondu. Pro eliminaci dopadů tohoto scénáře, se doporučuje realitnímu investičnímu fondu dočasně pozastavit vyplácení dividend akcionářům za druhý a případně i třetí kvartál letošního roku a odsunout hotovostní distribuce v původní výši na konec kalendářního roku. Je možné očekávat negativní dopad těchto rozhodnutí na tržní ocenění realitního investičního fondu, vrátí-li se však fond ke své původní dividendové politice v nezměněné výši do konce roku 2020, lze tento negativní efekt považovat pouze za dočasný.

Realitní investiční fond v roce 2019 vykazoval nadprůměrné tempo akviziční činnosti. V roce 2019 fond nakoupil celkem 210 nových nemovitostí s plochou 3,09 mil. čtverečních ploch za 752,5 mil. USD s průměrným hrubým výnosem z nájmu vztaženým ke kupní ceně ve výši 6,9 %. V případě hlubšího cenového propadu trhu s komerčními nemovitostmi při negativním výhledu pro rok 2020 až 2021, ať už v důsledku strukturálních ekonomických šoků, nebo

v důsledku negativních změn spotřebitelských preferencí, se doporučuje realitnímu investičnímu fondu minimalizovat akviziční činnost a zbavit dlouhodobě neperspektivních objektů, zejména nákupních center v oblastech s nižší kupní silou a negativními demografickými trendy. Současně při takto negativním výhledu nelze vyloučit výrazně navýšení kapitalizační míry u nově nakupovaných nemovitostí, jež mohou pro opětovném růstu poptávky po komerčních nemovitostech výrazně apreciovat. Opětovný návrat k původnímu objemu akviziční činnosti se proto doporučuje až v případě stabilizace nemovitostního trhu a opětovného růstu poptávky po pronájmu nebytových prostor.

### **3.3.9 Určení vnitřní hodnoty s využitím modelů vnitřních hodnot a scénářů**

Pro rok 2020 je dle platných smluv za normálních okolností nevyhovitelných před koncem roku očekáván minimální nárůst příjmů z nájmu realizovaných jak na základě finančního leasingu, tak operativního leasingu, o 2,2 % na 665,5 mil. USD ročně, v uvedeném růstu nejsou zahrnuty smlouvy uzavřené na dobu neurčitou, ani nájemní smlouvy, které expirují v průběhu roku 2020 a u nichž existuje předpoklad prodloužení nájemního vztahu, avšak v rámci stabilního scénáře vývoje a vzhledem k mimořádné situaci na poli retailu, se v rámci tohoto scénáře s jejich prodloužením neuvažuje. Od těchto změn je odvozen střední odhad vývoje NOI, AFFO a FFO pro rok 2020 (viz Tabulka 5), který je označen jako stabilní scénářová varianta. Klíčové faktory rizika byly určeny expertně, pravděpodobnost střední odhadu vývoje byla stanovena na 50 %. Stabilní odhad vývoje předpokládá, že dopady spojené s omezením prodeje u některých typů obchodů v USA, i poptávkový šok bude pouze dočasný a jeho projevy budou kritické pouze v průběhu druhého kvartálu roku 2020 s postupnou obnovou původní obrátivosti i návštěvnosti obchodních center v průběhu druhé poloviny roku. Stabilní scénářová varianta počítá s jinak nezměněnou strukturou nákladových položek realitního investičního fondu.

Při útlumu investiční činnosti, snížení obsazenosti na historicky podprůměrnou úroveň, způsobenou mimořádným stavem a omezeními způsobenými nařízeními vlády, nelze vyloučit, že v důsledku těchto opatření bude nucena část nájemníků National Retail Properties s expirací smluv po roce 2020 uzavřít své provozovny a v důsledku ztrátovosti a strukturálních změn, jež jim neumožní udržovat požadovanou rentabilitu nebudou schopni hradit své závazky vůči pronajímateli. V rámci krizové scénářové varianty je uvažován pokles obsazenosti nemovitostního portfolia v komparaci z predikovaným stabilním vývojem o 13,85 %, pokles obsazenosti byl stanoven na základě expozice fondu vůči nájemníkům působících v rizikových odvětvích retailu a služeb, u nichž existuje větší předpoklad poklesu tržeb v dlouhodobém horizontu. Jedná se o kina, wellness, fitness, zábavní parky a restaurace, jejichž podíl na nemovitostním portfoliu činil k 31.12.2019 27,7 %, v rámci této rizikové expozice je predikována v krizové scénářové variantě redukce obsazenosti takto využívaných obchodních prostor do konce roku 2020 o 50 %, varianta nepočítá s úplným odstraněním výše uvedených retailových segmentů, ale pouze s jejich restrukturalizací a postupným přizpůsobováním jejich současného business modelu na nové tržní prostředí. Současně je v rámci krizového scénáře uvažován pokles tržní ceny nemovitostního portfolia, jež negativně ovlivní NAV fondu a NOI National Retail Properties. Krizový scénář nepočítá s možností obsazení nově uvolněných prostor výše uvedených specializací do konce roku 2020. Počítá s postupným rozvolňováním opatření u všech typů retailových specializací v průběhu třetího kvartálu letošního roku, rovněž zohledňuje pokles poptávky po pronájmu komerčních nemovitostí. V rámci krizové varianty byl stanoven predikovaný pokles čisté hodnoty aktiv fondu pro rok 2020 o 29,4 % oproti stavu NAV na konci roku 2019. Očekává se, že realitní investiční fond bude z důvodu propadu cen nemovitostí nucen přecenit některá ze svých aktiv, v důsledku čehož dojde k oprávkám v účetních hodnotách majetku, jež se projeví meziročním

poklesem finančních prostředků z provozní činnosti. Relativní změna očekávaných oprávek pro rok 2020 je stanovena na 100,95 milionů USD s predikovaným ekvivaletním dopadem na růst oprávek dle krizového období z let 2009 a 2010. O takto predikovaný pokles je upravena provozní nákladová struktura National Retail Properties a hodnoty FFO a AFFO pro rok 2020. Klíčové faktory rizika byly určeny expertně, pravděpodobnost dolního odhadu vývoje, respektive krizového scénáře byla stanovena na 25 %.

Tabulka 5 Predikované hodnoty NOI, FFO, AFFO, NAV (v mil. USD), nákladů na vlastní kapitál NNN, bezrizikové roční výn. míry a reálného HDP USA (v bil. USD) pro rok 2020 dle scénářů vývoje

	2019	stabilní scénář	meziroční změna	krizový scénář	meziroční změna	růstový scénář	meziroční změna
NOI	640,6	654,6	+50,0	500,2	-140,4	674,0	+69,4
FFO	446,7	456,5	+9,8	283,2	-163,5	470,0	+23,3
AFFO	462,3	472,5	+10,2	296,7	-175,8	486,5	+24,1
rE (%)	4,61	6,54	+1,93	6,52	+1,91	6,57	+1,96
rFR (%)	4,05	3,06	-0,99	2,95	-1,10	3,33	-0,72
rHDP	19,073	17,871	-6,3 %	17,661	-7,4 %	18,386	-3,6 %
NAV	9051,6	9319,0	+267,4	6387,5	-2664,1	9686,0	+634,5

Zdroj: Vlastní zpracování.

Růstová scénářová varianta poskytuje horní odhad výkonnosti realitního investičního fondu pro rok 2020. Je stanovena s ohledem na očekávaný růst výnosů a stabilitu nákladové struktury, deklarované vedením realitního investičního fondu v průběhu telekonference k výsledkům za poslední kvartál 2020. Odhad růstu NOI, FFO a AFFO jsou stanoveny na základě analytického průměru predikovaného růstu tržeb pro rok 2020, který činí 5,22 %. Vzhledem ke zpomalení ekonomické aktivity není v rámci horního odhadu predikována optimalizace nákladové struktury, jež by mohla pozitivně ovlivnit dosahované marže i průměrnou kapitalizační míru nemovitostního portfolia National Retail Properties. V rámci růstového scénáře je uvažován pouze dočasný a krátkodobý efekt makroekonomických šoků způsobených mimořádnou situací vyvolanou pandemií a návrat do normálu v průběhu třetího kvartálu letošního roku, současně se uvažuje zachování současné obsazenosti pronajímatelných ploch fondu a inkaso pohledávek po splatnosti nejpozději do konce kalendářního roku. Růstový scénář počítá s návratem do normálu i v otázce cenových změn nemovitostí, které budou působit pozitivně na růst čisté hodnoty aktiv realitního investičního fondu. Klíčové faktory rizika byly určeny expertně, pravděpodobnost horního odhadu vývoje, respektive růstového scénáře byla stanovena na 25 %.

Užitý dividendový diskontní model předpokládá ve stabilní variantě scénáře s meziročním růstem nákladů na vlastní kapitál (v Tabulce 5 označen jako rE) o 1,93 %, v případě krizového scénáře o 1,91 % a v případě růstového scénáře o 1,96 %, do výpočtu je zahrnut očekávaný vývoj reálného výstupu ekonomiky USA dle predikcí The Conference Board, Inc. a IMF, náklady na vlastní kapitál jsou kalkulovány modelem oceňování kapitálových aktiv. Očekávaná tržní výnosová míra je v modelu CAPM reprezentovaná klouzavým aritmetickým průměrem roční celkové výkonnosti indexu S&P 500 za posledních dvacet let, bezriziková výnosová úroková míra (v Tabulce 5 označená jako rFR) je stanovena s využitím Damodaranova modelu definovaným v subkapitole 2.1.1. Konstantní roční míra růstu dividend je pro stabilní scénář stanovena jako dvacetiletý průměr ročních změn dividend National Retail Properties. Pro stabilní odhad růstu dividend je pro období následujících let očekáván růst dividend ve výši 2,62 % a dividend 2,11 USD na akcii pro následující čtyři kvartály. Krizová varianta počítá s eliminací dividendy v následujících dvanácti měsících a

pokračování v dividendové politice po roce 2020 s dividendou sniženou o 25 % na 1,54 USD na akcii a následným konstantním tempem růstu dividendy 1,24 % p.a. Růstový scénář uvažuje pokračování v dividendové politice National Retail Properties, pro následujících 12 měsíců předpokládá zvýšení dividendy na 2,12 a v následujících letech počítá s konstantním růstem dividend v průměrné výši 3,32 %, stanovené jako průměr tempa růstu pro následující rok a posledních devíti let.

Vnitřní hodnota akcie National Retail Properties určená s využitím dividendového diskontního modelu pro stabilní scénářovou variantu byla stanovena na 52 USD a 55 centů (viz Tabulka 6), 10,5 % pod předkrizovým maximem uzavíracích cen akcií NNN a 99 % nad nejnižší dosaženou uzavírací cenou z 18.3.2020. Vnitřní hodnota pro krizový scénář byla stanovena na 39 USD a 2 centy, 34 % pod předkrizovým maximem a 48 % nad nejnižší denní uzavírací cenou z březnové obchodní seance. Vnitřní hodnota akcií NNN určená dle růstového scénáře činí 63 USD a 38 centů, nachází se 8 % nad předkrizovým maximem z 24.2.2020 a 140 % nad březnovým minimem denních uzavíracích cen. Pro aproximaci vnitřní hodnoty stanovené dividendovým diskontním modelem vyplývající ze všech tří scénářů byla dle pravděpodobností scénářových variant určena vnitřní hodnota akcií National Retail Properties na 51 USD a 88 centů.

Tabulka 6 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená DGM dle scénářů vývoje

scénář	r	g	V <sub>0</sub> (USD)	pravděpodobnost
stabilní	6,54%	2,62%	52,55	0,5
krizový	6,52%	1,24%	39,02	0,25
růstový	6,57%	3,32%	63,38	0,25
Vnitřní hodnota akcie NNN stanovená DGM:			<b>51,88</b>	

Zdroj: Vlastní zpracování.

V rámci vyhodnocení vnitřní hodnoty akcií National Retail Properties modelem NAV byly analyzovány historické časové řady vývoje tohoto ukazatele z let 2009 až 2019. Sektorový průměr nebyl užít z důvodu specifčnosti rizikovosti, typu i odlišností geografických expozic mezi nemovitostním portfoliem National Retail Properties a ostatními konkurenčními retailovými realitními investičními fondy a s nimi spojenými rozdíly v průměrných hodnotách dosahované vážené kapitalizační míry. Historicky se v tomto časovém období akcie NNN prodávaly průměrně za 1,03násobek čisté hodnoty aktiv na akcii, tedy s 3% prémii vzhledem k hodnotě NAV realitního investičního fondu. Mezi roky 2009 až 2013 se akcie fondu prodávaly v průměru za 1,08násobek NAV, v letech 2014 až 2019 za 0,98 násobek hodnoty NAV. Pro kalkulaci vnitřní hodnoty akcií se předpokládá tržní ocenění akcií odpovídající NAV. Čistá hodnota aktiv National Retail Properties v roce 2019 činila dle užitého modelu kalkulace NOI a realitním investičním fondem zveřejněné průměrné vážené kapitalizační míře 9051,6 mil. USD, akcie NNN se v roce 2019 prodávaly za 0,99násobek NAV. Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená dle stabilní scénářové varianty činí 56 USD a 45 centů (viz tabulka 7), pro střední odhad vývoje je pro rok 2020 predikován růst čisté hodnoty aktiv National Retail Properties o 2,95 %, respektive o 267,4 mil. USD na 9319 milionů USD. Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená dle krizové scénářové varianty činí 38 USD a 69 centů, pro krizový odhad vývoje je pro rok 2020 predikován pokles čisté hodnoty aktiv National Retail Properties o 29,4 %, respektive o 2,67 miliard USD na 6387,5 milionů USD. Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená dle růstové scénářové varianty činí 58 USD a 67 centů, pro růstový odhad vývoje je pro rok 2020 predikován růst čisté hodnoty aktiv National Retail Properties o 7 %, respektive o 634,5 milionů USD na 9686 milionů USD. Pro aproximaci vnitřní hodnoty stanovené modelem NAV vyplývající ze všech tří scénářů byla dle pravděpodobností scénářových variant určena vnitřní hodnota akcií National Retail Properties

na 52 USD a 57 centů s očekávaným meziročním snížením čisté hodnoty aktiv realitního investičního fondu v roce 2020 o 4,1 %, respektive o 383,7 mil. USD na 8677,9 milionů USD.

Tabulka 7 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená modelem NAV dle scénářů vývoje scénář NAV (tis. USD) meziroční změna V<sub>0</sub> (USD) pravděpodobnost

scénář	NAV (tis. USD)	meziroční změna	V <sub>0</sub> (USD)	pravděpodobnost
stabilní	9318963	2,95%	56,45	0,5
krizový	6387452	-29,43%	38,69	0,25
růstový	9686036	7,01%	58,67	0,25
Vnitřní hodnota akcie NNN stanovená NAV:				<b>52,57</b>

Zdroj: Vlastní zpracování.

Pro stanovení vnitřní hodnoty ziskovými modely P/FFO a P/AFFO je užito historických časových řad ukazatelů kapitálového trhu vybraných realitních investičních fondů s retailovou specializací a sídlem v USA. Vybrané realitní investiční fondy byly zvoleny s ohledem na tržní kapitalizaci, podobnost v nemovitostní portfoliové specializaci a srovnatelný model financování provozních aktivit, blíže specifikovaných v subkapitole 3.2.3 této práce. Výběrový vzorek sektorových reprezentantů retailových realitních investičních fondů tvoří Simon Property Group, Inc., Realty Income Corporation, W. P. Carey Inc., Regency Center Corporation, Federal Realty Investment Trust, National Retail Properties, Inc. a STORE Capital Corporation. Akcie National Retail Properties se v roce 2019 prodávaly v průměru za 19,86násobek FFO a 19,22násobek AFFO, na konci první poloviny dubna 2020 se akcie NNN prodávaly v důsledku tržního propadu za 12,25násobek AFFO a 12,66násobek FFO. V rámci stanovení vnitřní hodnoty ziskovými modely je uvažován postupný návrat průměrných ocenění do normálu, vzhledem k odvětvovým průměrům v roce 2019. Odvětvový průměr P/FFO v roce 2019 činil 18,41, v případě P/AFFO 17,98.

Tabulka 8 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/FFO dle scénářů vývoje

scénář	FFO v USD na akcii	FFO (tis. USD)	meziroční změna	V <sub>0</sub>	pravděpodobnost
stabilní	2,77	456488	2,20%	50,91	0,5
krizový	1,72	283184	-36,60%	31,58	0,25
růstový	2,85	469977	5,22%	52,41	0,25
Vnitřní hodnota akcie NNN stanovená P/FFO:					<b>46,45</b>

Zdroj: Vlastní zpracování.

Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/FFO podle stabilní scénářové varianty činí 50 USD a 91 centů (viz Tabulka 8). Pro stabilní odhad vývoje je pro rok 2020 predikován růst FFO na akcii o 2,2 %, respektive o 6 centů na akcii na 2,77 USD na akcii, finanční prostředky z operací realitního investičního fondu by měly činit dle stabilního scénáře vývoje pro rok 2020 456,5 mil. USD. Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/FFO podle krizové scénářové varianty činí 31 USD a 58 centů. Pro krizový odhad vývoje je pro rok 2020 predikován pokles FFO na akcii o 36,6 %, respektive o 99 centů na akcii na 1 USD a 72 centů na akcii, finanční prostředky z operací realitního investičního fondu by měly činit dle krizového scénáře vývoje pro rok 2020 283,2 mil. USD. Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/FFO podle růstového scénáře činí 52 USD a 41 centů. Pro růstový odhad vývoje je pro rok 2020 predikován růst FFO na akcii o 5,2 %, respektive o 14 centů na akcii na 2,85 USD na akcii, finanční prostředky z operací realitního investičního fondu by měly činit dle růstového scénáře vývoje pro rok 2020 470 mil. USD. Pro aproximaci vnitřní hodnoty stanovené ziskovým modelem P/FFO

vyplývající ze všech tří scénářů byla dle pravděpodobností scénářových variant určena vnitřní hodnota akcií National Retail Properties na 46 USD a 45 centů s očekávaným meziročním snížením finančních prostředků z operací realitního investičního fondu v roce 2020 o 6,74 %, respektive o 30,1 mil. USD na 416,5 milionů USD, které odpovídají 2,52 USD z FFO na akcii.

Tabulka 9 Vnitřní hodnota kmenových akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/AFFO dle scénářů vývoje

scénář	AFFO v USD na akcii	AFFO (v tis. USD)	meziroční změna	$V_0$	pravděpodobnost
stabilní	2,86	472496	2,20%	51,46	0,5
krizový	1,80	296656	-35,83%	32,31	0,25
růstový	2,95	486458	5,22%	52,98	0,25
Vnitřní hodnota akcie NNN stanovená P/AFFO:					<b>47,05</b>

Zdroj: Vlastní zpracování.

Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/AFFO podle stabilní scénářové varianty činí 51 USD a 46 centů (viz Tabulka 9). Pro stabilní odhad vývoje je pro rok 2020 predikován růst AFFO na akcii o 2,2 %, respektive o 6 centů na akcii na 2,86 USD na akcii, adjustované finanční prostředky z operací realitního investičního fondu by měly činit dle stabilního scénáře vývoje pro rok 2020 472,5 mil. USD. Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/AFFO podle krizové scénářové varianty činí 32 USD a 31 centů. Pro krizový odhad vývoje je pro rok 2020 predikován pokles AFFO na akcii o 35,8 %, respektive o 1 USD na akcii na 1,8 USD na akcii, adjustované finanční prostředky z operací realitního investičního fondu by měly činit dle krizového scénáře vývoje pro rok 2020 296,7 mil. USD. Vnitřní hodnota akcií NNN stanovená ziskovým modelem P/AFFO podle růstové scénářové varianty činí 52 USD a 98 centů. Pro růstový odhad vývoje je pro rok 2020 predikován růst AFFO na akcii o 5,2 %, respektive o 15 centů na akcii na 2,95 USD na akcii, adjustované finanční prostředky z operací realitního investičního fondu by měly činit dle růstového scénáře vývoje pro rok 2020 486,5 mil. USD. Pro aproximaci vnitřní hodnoty stanovené ziskovým modelem P/AFFO vyplývající ze všech tří scénářů byla dle pravděpodobností scénářových variant určena vnitřní hodnota akcií National Retail Properties na 47 USD a 5 centů s očekávaným meziročním snížením adjustovaných finančních prostředků z provozní činnosti realitního investičního fondu v roce 2020 o 6,55 %, respektive o 30,3 mil. USD na 432 milionů USD, které odpovídají 2,62 USD z AFFO na akcii.

Tabulka 10 Vnitřní hodnoty kmenových akcií NNN dle příslušných scénářů a konečná vnitřní hodnota

model vnitřní hodnoty	vnitřní hodnota akcie NNN dle scénářů vývoje		
	stabilní	krizový	růstový
DGM	52,55	39,02	63,38
NAV	56,45	38,69	58,67
P/FFO	50,91	31,58	52,41
P/AFFO	51,46	32,31	52,98
$V_0$ dle scénáře vývoje	<b>52,84</b>	<b>35,40</b>	<b>56,86</b>
pravděpodobnost	0,50	0,25	0,25
<b>Vnitřní hodnota akcie NNN:</b>	<b>49,49</b>		

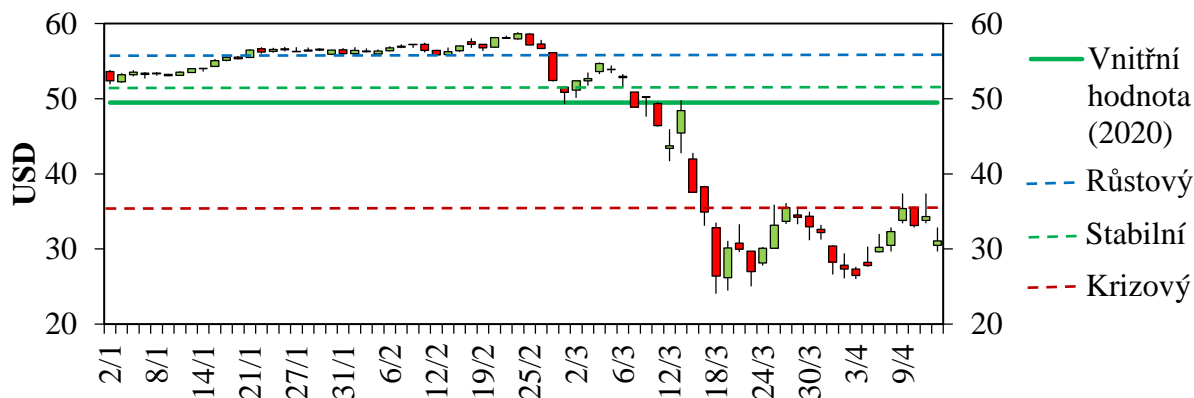
Zdroj: Vlastní zpracování.

Pro stanovení konečných vnitřních hodnot akcií pro příslušné scénáře jsou přiřazeny jednotlivým modelům stanovení vnitřní hodnoty (DGM, NAV modelu, a ziskovým modelům

P/FFO a P/AFFO) identické váhové koeficienty, vážený průměr vnitřních hodnot tak představuje aritmetický průměr vnitřních hodnot jednotlivých scénářů (viz Tabulka 10). Konečná vnitřní hodnota kmenové akcie National Retail Properties pro rok 2020 je stanovena jako vážený aritmetický průměr, kde váhové koeficienty vnitřních hodnot jednotlivých scénářů jsou shodné s expertně určenými pravděpodobnostmi uvažovaných scénářů. (viz Tabulka 10).

Vnitřní hodnota akcií National Retail Properties kalkulovaná dle stabilního scénáře vývoje dividendovým diskontním modelem, modelem NAV a ziskovými modely P/FFO a P/FFO pro rok 2020 byla stanovena na 52 USD a 84 centů (viz Tabulka 10), v rámci cenové volatility z let 2019 až první poloviny dubna 2020 se nachází 100 % nad minimem historických denních uzavíracích cen za období a 10,3 % pod maximem historických denních uzavíracích cen za období. Vnitřní hodnota akcií National Retail Properties kalkulovaná dle krizového scénáře vývoje dividendovým diskontním modelem, modelem NAV a ziskovými modely P/FFO a P/FFO pro rok 2020 byla stanovena na 35 USD a 40 centů, v rámci cenové volatility z let 2019 až první poloviny dubna 2020 se nachází 34 % nad minimem historických denních uzavíracích cen za období a 39,9 % pod maximem historických denních uzavíracích cen za období. Vnitřní hodnota akcií National Retail Properties kalkulovaná dle růstového scénáře vývoje dividendovým diskontním modelem, modelem NAV a ziskovými modely P/FFO a P/FFO pro rok 2020 byla stanovena na 56 USD a 86 centů, v rámci cenové volatility z let 2019 až první poloviny dubna 2020 se nachází 115,4 % nad minimem historických denních uzavíracích cen za období a 3,5 % pod maximem historických denních uzavíracích cen za období.

Graf 24 Denní svícový graf National Retail Properties, Inc., vnitřní hodnota akcie pro rok 2020 a vnitřní hodnoty dle scénářů vývoje (2.1.2020–15.4.2020, v USD na akcii)



Zdroj: Vlastní zpracování.

Po zakomponování pravděpodobností jednotlivých scénářů a variability modelů vnitřních hodnot dle příslušných váhových koeficientů je konečná vnitřní hodnota kmenových akcií National Retail Properties stanovena na 49 USD a 49 centů (viz Graf 24 a Tabulka 10). Konečná vnitřní hodnota kmenových akcií NNN se nachází 87,4 % nad minimem denních uzavíracích cen z období let 2019 až první poloviny dubna 2020 a 16 % pod maximem denních uzavíracích cen za období.

### 3.3.10 Investiční doporučení

Přestože v průběhu druhého kvartálu 2020 čelí realitní investiční fond National Retail Properties zvýšeným rizikům spojeným s náhlými ekonomickými šoky, jež negativně ovlivňují jeho provozní aktivity, a to zejména v oblasti inkasa nájemného a krátkodobých změn preferencí spotřebitelů v důsledku restriktivních ekonomických opatření a mimořádné

situaci způsobené šířením nemoci Covid-19 na území USA, není v dlouhém období očekávaný dopad těchto událostí natolik závažný, aby ohrozil existenci business modelu realitního investičního fondu s retailovou specializací. S ohledem na mimořádnost situace a zvažované scénářové varianty budoucího vývoje, je pro rok 2020 očekáváno zhoršení většiny finančních metrik realitního investičního fondu. V rámci odvětví retailových realitních investičních fondů se řadí National Retail Properties k fondům s podprůměrnou úrovní celkového zadlužení s historicky relativně stabilním vývojem kapitálové struktury a široce diverzifikovaný retailovým realitním portfoliem. Analytický výstup sektorové analýzy poukazuje na přestaturovanost fyzického retailu a zhoršování růstového potenciálu u klasických obchodních center, National Retail Properties se specializuje na samostatně stojící obchodní jednotky, jež od roku 2015 vykazují růstový trend v oblasti FFO, poptávky i výstavby, realitní portfolio NNN však není v tomto ohledu zcela konzistentní, pro dlouhodobé investory je proto nutné zvážit případné dopady zvýšených nákladů na postupnou restrukturalizaci nemovitostního portfolia fondu směrem k úzce specializovanějším komerčním objektům. Ve dlouhodobém horizontu nelze zanedbat negativní vliv e-commerce na fyzický retail, jež dlouhodobě získává rostoucí podíl na poli celkových retailových tržeb, katalyzátorem tohoto trendu je částečné nahrazování klasických fyzických prodejů kombinací obchodů s orientací na oba způsoby prodeje.

Model financování provozních aktivit realitního investičního fondu lze v případě hlubší ekonomické recese označit za agresivní, při klasickém průběhu hospodářského cyklu a dostupných predikcích makroekonomického vývoje v USA, jež předpokládají ekonomickou recesi pro rok 2020 a expanzi ekonomické aktivity v USA v následujícím roce, se model financování provozních aktivit fondu jeví jako udržitelný, bez výrazných implikací na zadlužení fondu. V dlouhodobém výhledu se nepředpokládá výraznější nákladová optimalizace v oblasti nákladových položek spojených se správou nemovitostí. Fond dosahuje v komparaci s externě spravovanými retailovými realitními investičními fondy nadprůměrných hodnot NOI na inkasovaném nájemném, a to v důsledku interní správy a optimalizace nákladových položek za správu nemovitostního portfolia z důvodu přenesení části nákladů spojených s běžnými opravami, s hrazením daní z nemovitosti, s pojištěním a s běžnými správními poplatky na nájemníky. Realitní investiční fond dosahoval odvětvově nadprůměrných kvalit realitního portfolia s historicky nadprůměrnými hodnotami obsazenosti, v roce 2020 může čelit v důsledku platební neschopnosti a případné insolvence některých nájemníků zvýšeným nákladům na rekonstrukci a pronájem uvolněných nemovitostí, které mohou vést k restrukturalizaci nemovitostního portfolia fondu a k následnému zvýšení expozice specializace nemovitostního portfolia v retailových segmentech, u nichž lze předpokládat rychlejší oživení a menší negativní změny spotřebitelských preferencí.

Fond čelí krátkodobě zvýšenému bankrotnímu riziku a omezenému potenciálu tvorby bonity, v letech 2017 až 2019 fond generoval ekonomickou přidanou hodnotu pro akcionářů, od roku 2009 fond pravidelně dosahoval růstu rentability aktiv i rentability vlastního kapitálu při relativně stabilní úrovni celkové zadluženosti fondu a byl schopen snižovat průměrné vážené náklady na kapitál. S ohledem na negativní prognózy vývoje makroekonomického prostředí v USA se pro rok 2020 očekává zvýšení nákladů na cizí kapitál, predikovaný růst nákladovosti cizího kapitálu však nepředstavuje významné riziko pro finanční stabilitu fondu. Dluhová struktura fondu, jejíž převážnou část tvoří emitované dluhové cenné papíry investičního stupně s průměrnou fixní kupónovou sazbou ve výši 4 % p.a. a průměrnou dobou splatnosti ve výši 8,6 let poskytují fondu dostatečné rozprostření kreditního rizika i v případě déletrvajících projevů ekonomické recese. Fond v roce 2019 operoval se ziskovou marží 44,6 % a operoval s finanční pákou ve výši 1,72, ve srovnání s odvětvovými průměry dosahoval v letech 2009 až 2019 nadprůměrných ziskových marží s podprůměrnou výši finanční páky,



průměrný ziskový účinek finanční páky NNN za období dosáhl 1,11, mezi roky 2012 až 2019 1,18, zadlužení fondu mělo v období hospodářské expanze pozitivní vliv na tvorbu zisku pro akcionáře National Retail Properties, ve výhledu pro rok 2020 se neočekávají výrazné změny v úrovni využití cizího kapitálu. NNN je možné považovat za konzervativní realitní investiční fond, jež díky nižší úrovni zadlužení dosahoval v období zvýšené cenové volatility nadprůměrné cenové stability, než srovnatelné retailové realitní investiční fondy s vyšší úrovní zadlužení.

Dle příslušných metodik výpočtu, zohledňujících růstový, stabilní a krizový scénář vývoje, se pro rok 2020 očekává meziroční snížení čisté hodnoty aktiv National Retail Properties o 4,1 %, pokles FFO o 6,74 % a pokles AFFO o 6,55 %. Dividendová politika realitního investičního fondu se jeví jako dlouhodobě udržitelná, a to i s ohledem na očekávané snížení ziskovosti fondu v roce 2020, v extrémním případě však nelze vyloučit dočasné pozastavení distribuce dividend z důvodu zajištění dostatečné likvidity a finančních rezerv.

Vnitřní hodnota akcií National Retail Properties pro rok 2020 byla stanovena na 49 USD a 49 centů. Obchodují-li se kmenové akcie NNN pod cenou 49,49 USD, jsou považovány za fundamentálně podhodnocené, obchodují-li se cenu vyšší jsou považovány za fundamentálně nadhodnocené. Kmenové akcie National Retail Properties se doporučuje koupit, obchodují-li se za cenu nižší, než je 49,49 USD. Pro období druhého kvartálu i druhé poloviny roku 2020 lze očekávat zvýšenou cenovou volatilitu akcií retailových realitních investičních fondů z důvodu zvýšeného stupně nejistoty, v případě velmi slabých účetních výsledků nelze vyloučit déletrvající tlak na udržení historicky podprůměrných cen realitních investičních fondů do konce roku 2020. V případě nejistého výhledu a déletrvající ekonomické recese se neočekává obchodování akcií sektoru realitních investičních fondů nad hodnotami NAV příslušných fondů.

## Závěr

Hlavním cílem diplomové práce bylo vytvoření odborného investičního doporučení prostřednictvím stanovení vnitřní hodnoty kmenových akcií National Retail Properties, Inc., na základě vybraných metod aplikovaných pro realizaci fundamentální analýzy realitního investičního fondu s využitím scénářových variant. Dílčím cílem diplomové práce bylo vytvoření analytických výstupů pro investiční rozhodování specifických pro sektor retailových realitních investičních fondů v kontextu působení dlouhodobých trendů na aktuální stavu tržního prostředí na trhu komerčních nemovitostí v USA.

V teoreticko–metodické části práce byla popsána základní východiska fundamentální analýzy, jež byla vymezena dle dílčího členění postupu fundamentální analýzy. Byly definovány vybrané nástroje, faktory a ukazatele globální analýzy, odvětvové analýzy a finanční analýzy. V další části byly teoreticky vymezeny modely stanovení vnitřní hodnoty s využitím scénářových variant, vybrané na základě relevance vzhledem k analýze realitního investičního fondu. Ve druhé části teoreticko–metodické části práce byla specifikovány nejvýznamnější charakteristiky realitního investičního fondu s ohledem na zasazení entity do kontextu právního prostředí v USA. Byla vymezena legislativní a daňová specifika realitního investičního fondu, klasifikace realitních investičních fondů včetně popisu stavu dílčích kategorií k 31.1.2020 a charakteristice odlišností v jejich majetkových strukturách i business modelu a v závěru byla vymezena stěžejní specifika metrik a nástrojů analýzy realitních investičních fondů obchodovaných na kapitálovém trhu.

První část analytické části diplomové práce byla věnována globální analýze ekonomiky USA, v rámci které byly stanoveny základní prognózy makroekonomického vývoje pro další období dle odhadů referenčních analytických institucí. V kontextu cyklického vývoje ekonomiky byl očekáváno intenzivní zhoršení ekonomických podmínek v USA, očekávány pokles reálného hrubého domácího produktu USA pro rok 2020 byl stanoven na 6,3 %, prognóza pro vývoj reálného HDP pro rok 2021 byla stanovena na růst o 4,7 %. K hlavním faktorům ovlivňujícím ekonomickou výkonnost USA pro roky 2020 až 2021 byly přiřazeny ekonomické restriktce iniciované vládou v důsledku pandemie Covid-19 a agresivní mezinárodní obchodní politika a její možné negativní dopady na největší americké exportéry v závislosti na politických reakcích majoritních importních zahraničních destinací. Očekávaná monetární politika FOMC pro období následujících dvou let byla vyhodnocena jako vysoce expanzivní a akomodativní, zejména v oblasti nákupu státních a korporátních dluhopisů a hypotéčních zástavních listů, s predikovaným růstem rozvahy Federálního rezervního systému nad rámec nejdynamičtějších scénářů FOMC z roku 2019, s ohledem na již dosažená minima mezibankovní úrokové sazby a prohlášení FOMC není očekáváno snižování mezibankovní úrokové sazby do záporného pásma, v rámci predikcí bylo stanoveno očekávání pozitivního vlivu kvantitativního uvolňování na apreciaci akciových titulů za jinak stejných podmínek, prognóza pásma vývoje očekávané mezibankovní úrokové sazby do konce roku 2020 byla stanovena na 0 až 25 bazických bodů. V další části byl podroben analýze historický vývoj cenové hladiny a stanovena prognóza dalšího vývoje, očekávané tempo růstu cenové hladiny v USA pro rok 2020 bylo stanoven na 0,6 %, pro rok 2021 na 2,2 % a pro rok 2022 na 2 %. Dále byl analyzován pracovní trh v USA a byla stanovena prognóza pro vývoj nezaměstnanosti v roce 2020 a 2021, pro rok 2020 je očekáván náhlý vzestup nezaměstnanosti na úroveň 10,4 %, prognóza stavu nezaměstnanosti pro rok 2021 činila 9,1 %. V poslední části makroekonomické analýzy byly dekomponovány tržní úrokové sazby s využitím Fisherovy rovnice a následně odvozena historická bezriziková úroková míra dle metodiky z kap. 2.1.1, včetně její predikce pro rok 2020 a 2021. Bezriziková úroková míra pro účely užitého modelu oceňování kapitálových aktiv rok 2020 byla stanovena na 3,06 % a na 3,45 % pro rok 2021. Na základě historického rozboru vývoje hospodářského cyklu v kontextu aktuálních prognóz

byla vyhodnocena fáze cyklu v USA v roce 2020 jako recese s potenciálem obnovy růstu ekonomické aktivity v roce 2021. V poslední části makroekonomické analýzy byl analyzován vývoj na americkém kapitálovém trhu, byla analyzovaná historická cenová volatilita akciového trhu reprezentovaná indexem S&P 500 a historický vývoj průměrného ocenění akcií od roku 2009, byl proveden rozbor propadu akciového trhu od 28.2.2020 do 15. dubna 2020 v kontextu vývoje implikované cenové volatility reprezentované indexem VIX, dopad na trh státních i korporátních dluhových cenných papírů a vývoj kreditních spreadů. Návrat na původní ocenění na akciovém trhu a na předkrizovou úroveň výnosů státních dluhopisů byl označen za pravděpodobný pouze za předpokladu rychlého průběhu ekonomické recese a i v takovém případě bylo snížení volatility akciového trhu do konce roku 2020 označeno za nepravděpodobné, do konce roku 2020 je očekáváno setrvání vychýlení kreditních spreadů u dluhových cenných papírů nižšího než investičního stupně v pásmu nadprůměrných hodnot.

V podkapitole 2.4 byl proveden rozbor sektoru retailových realitních investičních fondů. Byl analyzován historický vývoj veřejně obchodovaných retailových realitních investičních fondů s rozlišením na sektorový agregát, nákupní centra, regionální nákupní centra a specializované prodejny. Pro analýzu životní fáze odvětví byly vybrány historické časové řady reportovaných finančních prostředků z provozních činností fondů (FFO), čistých provozních příjmů z nemovitostí (NOI) a kvartální objemy vyplácených dividend s rozlišením dle výše uvedených specializací nemovitostních portfolií. Bylo zjištěno, že se od roku 2000 výrazně zvyšuje trend v preferencích expozice realitních portfolií fondů ve prospěch samostatně stojících specializovaných prodejen, klesá podíl nákupních center a větších regionálních nákupních center. Výrazný růst finančních prostředků z provozních činností fondy realizovaly v průběhu pozdní růstové fáze hospodářského cyklu, reakce NOI fondů na ekonomické oživení byla historicky rychlejší, v době recese měl sektor silnou tendenci reagovat cyklicky a projevoval tak zvýšenou závislost na ekonomické aktivitě. Bylo zjištěno, že od roku 2015 retailové realitní fondy jako agregát vykazují sektorovou přesaturovanost a nejsou schopny výrazným způsobem navyšovat svou finanční výkonnost měřenou FFO a NOI, ani generovat výrazněji rostoucí příjem z dividend. Dalším zjištěným sektrovým projevem přesaturovanosti byl patrný trend, který se projevoval snahou o konsolidaci problémových obchodních center směrem k samostatně stojícím specializovaným prodejnám, jež však retailové realitní investiční fondy nedokázaly efektivně přetavovat v růst agregátů celkové finanční výkonnosti. Za negativní faktor ovlivňující růstový potenciál odvětví bylo označeno e-commerce, jež dle prognózy může v letech 2020 až 2022 zvýšit podíl na celkových tržbách v retailovém sektoru z 11,9 % na 13,5 %. Životní fáze sektoru byla označena za fázi zralosti. V další části sektorové analýzy byla podrobena hlubšímu rozboru závislost tržního ocenění odvětví na ekonomické aktivitě, byla komparována kvartální volatilita celkové tržní výkonnosti akciových titulů retailových realitních investičních fondů s referenčním benchmarkem trhu, který představoval index S&P 500, a to na agregované i izolované úrovni jednotlivých nemovitostních specializací fondů. Bylo zjištěno, že výkonnost sektoru na kapitálovém trhu vykazuje historicky významnou závislost na hospodářském cyklu, sektor byl v dlouhém období let 1994 až 2019 schopen překonávat výkon v průměru o 0,5 % ročně, jeho průměrná roční celková výkonnost činila 11,5 % p.a. Bylo zjištěno, že v průběhu ekonomických recesí sektor generoval propady výrazně vyšší, než činil průměr trhu, v době ranné konjunktury výrazně překonával celkovou výkonnost trhu, historický průběh celkové výkonnosti sektoru realitních investičních fondů vykazoval cyklickou závislost na ekonomické aktivitě nad průměrem trhu, historicky akcie retailových realitních investičních fondů nedisponovaly téměř žádnými defenzivními charakteristikami, snížená systematická závislost retailových realitních investičních fondů se projevovala pouze v průběhu růstových a vrcholových fází ( $\beta < 1$ ), v době recese se systematická závislost retailových realitních investičních fondů na výkonu trhu zvyšovala. Dále byla analyzována závislost investiční aktivity odvětví na hospodářském cyklu, a to na

základě rozboru kvartálních změn čistých akvizic fondů a vývoje obsazenosti realitních portfolií. V rámci jednotlivých retailových specializací byly zjištěny výraznější odchylky, které potvrzovaly dlouhodobý trend vývoje růstu portfoliové alokace retailových REITs od nákupních center směrem k samostatně stojícím specializovaným prodejnám. Objem akvizičních aktivit fondů byl v době ekonomické recese záporný a fondy preferovaly divestiční aktivity, nejvyšší růst akviziční aktivity sektor vykazoval mezi roky 2012 až 2015, od roku 2015 docházelo k agregátní stagnaci sektoru ve růstu akvizičního tempa, s výjimkou specializovaných prodejen. V rámci realitních investičních fondů vykazoval sektor relativně nízké odchylky v obsazenosti realitních portfolií v průběhu hospodářského cyklu, průměrná obsazenost sektoru mezi roky 2000 až 2019 činila 93,7 %, nejnižší zaznamenaná hodnota obsazenosti v letech 2008 a 2009 činila 91,4 %, mezi roky 2010 až 2019 sektorová obsazenost rostla a pohybovala se v rozmezí 94,6 % a 96,2 %. V poslední části sektorové analýzy byl proveden rozbor odvětví, bylo zjištěno, že na veřejně obchodovaném kapitálovém trhu je v USA kótováno celkem 36 retailových realitních investičních fondů, z kterých byl vybrán reprezentativní vzorek fondů, jež disponoval výběrovými charakteristikami blízkými analyzovanému fondu National Retail Properties, a to podobností v oblasti kapitálové struktury, systému financování provozních aktivit, tržní kapitalizace a nemovitostní portfoliové expozice, tento vzorek byl dán kvantitativně analyzován prostřednictvím metrik ukazatelů kapitálového trhu a dalších vybraných ukazatelů a hodnot v kontextu tržního propadu z období 24. února až 14. dubna 2020. Bylo zjištěno, že fondy využívající vyšších úrovní zadlužení i přes dlouhodobě vyšší dosahovanou rentabilitu vlastního kapitálu depreciovaly více, než fondy s nižším stupněm zadlužení a srovnatelným složením realitních portfolií a že dlouhodobý růst tržních ocenění vybraného vzorku fondů byl historicky srovnatelný s tempem růstu tržních ocenění analyzovaného podniku, další výrazné odchylky mezi fondy nebyly zjištěny. Odvětví bylo zařazeno mezi odvětví s konkurenčním prostředím, bez existence ekonomických subjektů s dominantním postavením.

V následující části praktické části diplomové práce byla provedena podniková analýza realitního investičního fondu National Retail Properties, Inc. V jejím úvodu byl charakterizován profil a historie podniku od roku 1984, analyzovaný realitní investiční fond byl zařazen mezi retailové s interní správou realitního portfolia, využívající u většiny nájmních smluv pronájmu nebytových prostor formou operativního leasingu s přenesením zodpovědnosti za veškeré náklady spojené s pojištěním, běžnou správou i daněmi z nemovitosti na nájemníky. Byla analyzována dlouhodobá investiční strategie fondu, z výročních zpráv a jednání managementu v rámci kvartálních telekonferencí bylo zjištěno, že realitní investiční fond se dlouhodobě zaměřuje na akvizice nemovitostí v retailovém sektoru vyšších kvalitativních metrik, fond preferuje vlastnictví nemovitostí třídy A, tedy komerčních objektů, jejichž stáří je nejvýše 15 let, jsou umístěny v lokalitách s dobře dostupnou infrastrukturou, již existující zástavbou a pozitivními demografickými trendy a růstem lokální kupní síly, v nemovitostech, které tyto kritéria nesplňují fond provádí rekonstrukce, nebo se jich zbavuje formou divestic, při kterém využívá nejčastěji postupného prodeje stávajícím nájemníkům formou finančního leasingu. Dále byl analyzován vývoj tržní kapitalizace fondu a důležité historické milníky v rámci pozice fondu na americkém kapitálovém trhu. V subkapitole 2.5.2 byl analyzován historický vývoj pronajímatelných ploch, obsazenosti nemovitostního portfolia fondu, akvizičních a divestičních aktivit a dosahovaných výnosů a kapitalizačních poměrů nemovitostního portfolia fondu od roku 2009 do roku 2019. Bylo zjištěno, že fond od roku 2009 dosahoval průměrné obsazenosti 6,2 % nad odvětvovým průměrem a růstu pronajímatelných ploch průměrným ročním tempem 11,2 %, kvalita nemovitostního portfolia byla vyhodnocena jako nadprůměrná, tempo akvizičních aktivit v letech 2010 až 2011 bylo označeno za historicky nadprůměrné a akviziční politika v tomto období byla vyhodnocena jako úspěšná, vzhledem k historicky nejvyšším dosahovaným

hrubým výnosům z nově pořízených nemovitostí, mezi roky 2012 až 2019 bylo tempo akviziční činnosti vyhodnoceno jako usměrněné, pokles v dosahovaných výnosech u nově nakoupených nemovitostí koreloval s růstem cen komerčních objektů na nemovitostním trhu. Divestiční aktivity fondu byly vyhodnoceny jako úspěšné a v souladu s dlouhodobou strategií National Retail Properties, nejúspěšnějších prodejů dosáhl fond v letech 2015, 2017 a 2018, kdy prodával nevyhovující objekty za ceny pod průměrem kapitalizační míry dosahované v příslušném roce, od roku 2009 do roku 2015 se fond zbavoval ročně objektů s celkovou pronajimatelnou plochou menší než 500 tis. čtverečních stop, v dalších letech navyšoval své divestiční aktivity, až na prodej 59 nemovitostí o celkové pronajimatelné ploše 1,11 mil. čtverečních stop v roce 2019. V další části podnikové analýzy byl proveden rozbor expozice nemovitostního portfolia fondu v retailových subsektorech vzhledem k podílům na inkasovaném nájmu, bylo zjištěno, že fond disponuje široce diverzifikovaným retailovým nemovitostním portfoliem. Jako více rizikových subsektorů s očekávanými negativními implikacemi způsobenými pandemií Covid-19 bylo vyhodnoceno 27,7 % z portfolia, a to kina, wellness a fitness zařízení, zábavní parky a restaurace. Při analýze podílu jednotlivých subjektů na nájmu bylo zjištěno, že 11 nájemních subjektů generuje mezi 2 % a 5 % z celkových nájmu. S ohledem na odvětvově nadprůměrnou diverzifikaci nájemních subjektů a jejich expozici v oblasti nezbytných statků a služeb, bylo idiosynkratické riziko spojené s případným prodlením v placení nájmeného označeno za nízké. Dále bylo analyzováno riziko spojené s expirací nájmených smluv v následujících letech, vážený průměr délky trvání nájmených smluv činil v roce 2019 11,2 let, 58,3 % nájmených smluv expiruje po roce 2030, rozložení podílů nájmených smluv expirujících v letech 2020 až 2026 a 2028 a 2029 na nájmeném bylo vyhodnoceno jako rovnoměrné, zvýšené riziko v důsledku koncentrace expirací smluv bylo přiznáno pouze roku 2027, kdy podíl expirujících smluv tvoří 7,1 % z celkového nájmeného inkasovaného v roce 2019.

V subkapitole 2.5.3 byla analyzována dluhová, majetková a kapitálová struktura fondu s využitím horizontální a vertikální finanční analýzy a rozdílových a podílových ukazatelů. Bylo zjištěno, že majoritní část dluhové struktury realitního investičního fondu tvořil v roce 2019 nezajistěný dluh, který v posledním čtvrtletí 2019 činil 2,99 miliard US a jež je tvořen celkem osmi emisemi seniorních dluhopisů v nominální hodnotě 2,875 miliard USD s fixní úrokovou sazbou se splatností mezi roky 2022 až 2048, s hodnotami kupónu s váženým průměrem 4 % a váženou dobou splatnosti 8,6 roku, z toho konvertibilní dluhové cenné papíry za kmenové akcie tvořily 406,5 mil. USD, fond také emitoval preferenční akcie v nominální výši 325 milionů USD, zbylou část dluhové struktury fondu tvořila krátkodobá úvěrová linka a bankovní úvěr zajištěný nemovitostmi v hodnotě 12 milionů USD. Kreditní metriky dluhových cenných papírů byly analyzovány s využitím datových podkladů ratingových agentur, bylo zjištěno, že seniorní nezajištěné dluhopisy National Retail Properties disponují kreditními metrikami investičního stupně a preferenční akcie dosahují o stupeň vyšší rizikovost, avšak stále investičního stupně. Bylo zjištěno, že fond historicky zvyšoval hodnotu svých aktiv, od roku 2009 průměrným tempem 11,3 % p.a., majoritní složku majetku fondu tvořila dlouhodobá aktiva v podobě nemovitostí s dlouhodobým průměrným podílem na celkových aktivech přes 96 %, podíl krátkodobých aktiv na celkové majetkové struktuře fondu tvořil v tomto období v průměru 3,9 %, od roku 2009 se podíl krátkodobých aktiv na majetku realitního investičního fondu snižoval z 6,1 % na 1,8 % pro rok 2020, zejména v důsledku agresivnějšího řízení finančních toků. Průměrný podíl dlouhodobých závazků na kapitálové struktuře fondu činil 36,7 %, jejich historický vývoj byl označen za stabilní, v souladu s tempem akviziční činnosti fondu. Průměrný podíl krátkodobých závazků na kapitálové struktuře fondu činil 3,8 %, jejich historická fluktuace byla ovlivněna zejména kvartálními výkyvy v čerpání revolvingových úvěrových linek, jejich historický vývoj byl označen za volatilní, závislý na aktuálních potřebách krátkodobého

financování. Z analýzy rozdílových ukazatelů a vyplynulo, že fond financoval v letech 2010 až 2012 a 2017 a 2019 své aktivity nekrytým dluhem, průměrná výše nekrytého dluhu dosáhla v těchto obdobích 94,3 mil. USD, s ohledem na model financování provozní činnosti fondu však záporná hodnota čistých pracovních prostředků, respektive ČPK, nepředstavovala historicky bezprostřední riziko spojené s omezením likvidity a solventnosti fondu. Fond vykazoval historicky stabilní úroveň celkového zadlužení, které se v letech 2009 až 2019 pohybovalo mezi 43,7 % a 37,6 %, s celkovým zadlužením 38,4 % pro rok 2019, v komparaci s odvětvovými průměry představovala tato úroveň zadlužení historicky podprůměrné hodnoty a model financování podnikatelských aktivit fondu co do využití finanční páky byl označen za konzervativní. Fond dosahoval v roce 2019 historicky podprůměrné úroveň běžného zadlužení ve výši 3,3 % a historicky nadprůměrné dlouhodobé zadluženosti ve výši 36,8 %. Vlastní kapitál fondu v letech 2009 až 2019 vykazoval růstový trend, jeho podíl na kapitálové struktuře fondu se pohyboval mezi 56,3 % až 62,4 %. Nejvyšší relativní nárůst vlastního kapitálu o 31,1 %, fond dosáhl v roce 2011, ke zvýšení vlastního kapitálu přispěla apreciacie emitovaných akcií, jež se projevila v růstu emisního ážia realitního investičního fondu, vzhledem k emisím akcií a jejich následné tržní apreciaci se hodnota kapitálového fondu NNN zvyšovala v celém analyzovaném období, ke konci roku 2019 činila 4,495 miliard USD. Základní kapitál fondu tvořily emitované kmenové a preferenční akcie. Bylo zjištěno, že fond disponuje díky akviziční činnosti z let před rokem 2009 podíly s minoritním vlivem, jejich podíl na vlastním kapitálu je však nižší, než 0,1 % a fond se zbývajících dlouhodobě zbavuje. Obratovost aktiv fondu byla komparována s odvětvovými průměry, bylo zjištěno, že NNN dosahoval odvětvově průměrných hodnot obratovosti kapitálu a při úrovni zadlužení z roku 2020 a stávající struktuře nemovitostního portfolia se neočekává významná změna v kapitálové aktivitě. V rámci analýzy rentability a ziskovosti fondu bylo zjištěno, že fond dosahoval rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu i rentability investovaného kapitálu nad úrovní konkurenčních realitních investičních fondů se srovnatelnou úrovní zadlužení, v roce 2019 dosáhl fond ROA 4,02 %, ROE 6,91 % a ROCE 5,8 %. Dluhová expanze měla historicky pozitivní vliv na růst rentability vlastního kapitálu s výjimkou let, kdy fond musel vynaložit mimořádné náklady na restrukturalizaci provozní struktury. V letech 2009 až 2019 fond zvyšoval svou ziskovou marži až na 44,6 % pro rok 2019 a v odvětvové komparaci dosahoval vyšších ziskových marží při menší finanční páce. Mezi roky 2013 až 2016 fond využíval menší finanční páky, zadlužení fondu tvořilo v průměru 1,61 násobek vlastního kapitálu, v komparaci s rokem 2012, kdy činila hodnota finanční páky 1,74. Bylo zjištěno, že snížení zadlužení mělo negativní vliv na ziskový účinek finanční páky, současně však snížilo rizikovou expozici fondu v případě tržního propadu. V další práci byly analyzovány kapitálové náklady a výkonnost podniku v letech 2009 až 2019, a to s využitím modelu CAPM, kalkuace EVA a komparace výsledků s klasickými výkonnostními ukazateli a ukazateli specifickými pro realitní investiční fondy (FFO, AFFO a NOI). Bylo zjištěno, že fond vykazoval v období ekonomické expanze nízkou systematickou závislost, v období tržního propadu se systematická závislost fondu výrazně zvyšovala, fond v analyzovaném období snižoval průměrné vážené náklady na vlastní kapitál, hlavním faktorem pro dosažení bylo dosažení nižší nákladovosti cizího kapitálu při relativně stabilní úrovni dlouhodobého zadlužení fondu. Objem investic fondu v rostl rychleji, než objem odpisů, investiční aktivity měly pozitivní vliv na růst hodnoty aktiv fondu i výkonnost. Z pohledu výkonnostních ukazatelů byl fond v analyzovaném období vyhodnocen jako ziskový a dosahoval růstového trendu ve všech analyzovaných metrikách výkonnosti, dle zvoleného modelu CAPM a kalkulace EVA generoval ekonomickou přidanou hodnotu od roku 2017. Pro analýzu bonity a bankrotního rizika byla užita multivariační diskriminační analýza modelem Z-Score pro podniky obchodované na kapitálovém trhu, po dekompozici historického vývoje parametrů Z-score z let 2009 až 2019 bylo zjištěno, že realitní investiční fond nebyl ani v období útlumu

ekonomické aktivity a poklesu maloobchodních tržeb ve výše uvedeném časovém období nebyl vystaven pásmu bankrotu, nacházel se však na dolním rozsahu šedé zóny a existovala u něj zvýšená pravděpodobnost bankrotního rizika spolu s velmi omezenou bonitou. Od roku 2013 fond bankrotní riziko výrazně snižoval, nabývalo hodnot v rozsahu bonitní zóny a nízkého bankrotního rizika dle interpretací modelu Z-score. Do historicky největšího zaznamenaného poklesu hodnot Z-score se promítla deprecie akciového kurzu fondu a s ní spojený skokový pokles tržní kapitalizace. Dle Z-score byl realitní investiční fond v první polovině dubna 2020 v pásmu bankrotu a nevytvářel bonitu. Vzhledem k relativně stabilním očekáváním a pouze omezeným dopadům současných negativních makroekonomických implikací, a to i v rámci krizové scénářové varianty vývoje vymezené v diplomové práci, byl tak významný pokles v tržním ocenění považován za extrémní, příčiny propadu tržní kapitalizace byly přiřazeny dočasnému prodejnímu tlaku spekulativního kapitálu.

Subkapitola 3.3.7 diplomové práce se věnovala analýze cenového vývoje, dividendové politiky a ukazatelům kapitálového trhu National Retail Properties. Součástí analýzy cenového vývoje byla komparativní analýza celkové výkonnosti kmenových akcií NNN s výkonem trhu od roku 1994, bylo zjištěno, že celkové zhodnocení akcií realitního investičního fondu v dlouhém období překonávalo průměr trhu, jež byl reprezentován indexem S&P 500, zároveň byla potvrzena zhoršující se tendence cenového vývoje v době poklesu ekonomické aktivity a náchylnost k větší cenovým propadům v době recese. Realitní investiční fond dlouhodobě a stabilně zvyšoval distribuci dividend, k přerušení vyplácení dividend nedošlo ani v době útlumu ekonomické aktivity, dividendový výplatní poměr byl analyzován s využitím reportovaných hodnot AFFO a FFO, dle doporučení NAREIT a dlouhodobých zvyklostí, s výjimkou roku 2009 a 2012 vyplatní poměr nepřesáhl 100 %, v roce 2019 objem dividend na akcii vůči AFFO na akcii činil 0,72, vůči FFO 0,75. Dlouhodobý výhled v dividendové politice byl označen za stabilní s předpokladem růstu dividend tempem srovnatelným s dlouhodobým průměrem.

V další části diplomové práce byly formulovány návrhy pro implementaci. Pro eliminaci dopadů potenciálně vyšší platební neschopnosti nájemníků v důsledku negativních ekonomických šoků se doporučuje realitnímu investičnímu fondu dočasně pozastavit vyplácení dividend akcionářům za druhý a případně i třetí kvartál letošního roku a odsunout hotovostní distribuce v původní výši na konec kalendářního roku. Současně se z důvodu očekávaného propadu poptávky po komerčních nemovitostech doporučuje fondu minimalizovat akviziční činnost a zbavit dlouhodobě neperspektivních objektů, zejména nákupních center v oblastech s nižší kupní silou a negativními demografickými trendy. Opětovný návrat k původnímu objemu akviziční činnosti se doporučuje až ve fázi stabilizace nemovitostního trhu.

V předposlední subkapitole praktické části diplomové práce byly formulovány scénáře vývoje a určena vnitřní hodnota akcií National Retail Properties. Byl formulován stabilní, krizový a růstový scénář a vymezeny pravděpodobnosti jejich realizace, formulované scénáře zohledňovaly dopad očekávaných změn na výkonnost a ocenění realitního investičního fondu v roce 2020. Klíčové faktory rizika byly určeny expertně. V rámci stabilního scénáře vývoje byl odhadován pokles příjmů z pronájmu o 2,2 % v důsledku expirace smluv v roce 2020, bez dlouhodobých dopadů na nákladovou strukturu fondu, byl očekáván pouze dočasný projev poptávkového šoku v průběhu druhého kvartálu 2020 na retail, obnova původní obratovosti i návštěvnosti v průběhu druhé poloviny roku a propad reálného HDP USA o 6,3 %. Krizový scénář zohledňoval očekávané uzavření obchodů působících v segmentech retailu nejvíc postižených poptávkovým šokem, bylo predikováno, že do konce roku 50 % z takto rizikových obchodů skončí v důsledku insolvence a fond nebude do konce roku schopen uvolněné prostory nahradit, ani sanovat výpadek příjmů jiným způsobem, v rámci realitního

portfolia se jednalo o meziroční redukci nájmu o 13,9 %, jež byla adjustována o úbytek expirujících smluv specifikovaných ve stabilní scénářové variantě. Dle krizového scénáře byl predikován propad reálného HDP USA o 7,4 %. Růstová scénářová prognóza představovala horní odhad výkonnosti investičního fondu a predikovala odhad růstu NOI, FFO i AFFO podle původních analytických predikcí z konce roku 2020, spolu s pouze dočasným a krátkodobým efektem makroekonomických šoků, zachováním současné obsazenosti pronajimatelných ploch fondu při inkasu pohledávek po splatnosti nejpozději do konce kalendářního roku a poklesem reálného HDP USA v roce 2020 o 3,6 %. Střední odhad vývoje dle stabilního scénáře se promítl do očekávaného meziročního růstu NOI, FFO a AFFO o 2,2 % a růstu čisté hodnoty aktiv NNN o 3 %. Spodní odhad vývoje dle krizového scénáře vývoje se promítl do očekávaného meziročního poklesu NOI o 21,9 %, FFO o 36,6 %, AFFO o 35,9 % a poklesu čisté hodnoty aktiv NNN o 29,4 %. Horní odhad vývoje dle růstového scénáře se promítl do očekávaného meziročního růstu NOI, FFO a AFFO o 5,2 % a růstu čisté hodnoty aktiv NNN o 7 %. Dále byla určena vnitřní hodnota kmenové akcie National Retail Properties se zohledněním příslušných scénářových variant dividendovým diskontním modelem, modelem NAV a ziskovými modely P/FFO a P/AFFO. Vnitřní hodnota akcie dle stabilního scénáře byla stanovena na 52 USD a 84 centů, vnitřní hodnota akcie National Retail Properties kalkulovaná dle krizového scénáře vývoje byla stanovena na 35 USD a 40 centů a vnitřní hodnota akcie kalkulovaná dle růstového scénáře byla stanovena na 56 USD a 86 centů. Dle užitých metodik výpočtu zohledňujících všechny scénářové přístupy byla pro rok 2020 stanovena prognóza meziročního snížení čisté hodnoty aktiv National Retail Properties o 4,1 %, pokles FFO o 6,74 % a pokles AFFO o 6,55 %.

Konečná vnitřní hodnota pro rok 2020 byla stanovena váženým průměrem vnitřních hodnot jednotlivých modelů a příslušných scénářových pravděpodobností na 49 USD a 49 centů a následně bylo formulováno investiční doporučení nakoupit akcie NNN, obchodují-li se za cenu nižší než je jejich vnitřní hodnota, a to i přes zvýšená rizika spojená s náhlými ekonomickými šoky, které negativně ovlivňují běžné provozní aktivity fondu, a to zejména v oblasti inkasa nájemného a krátkodobých změn preferencí spotřebitelů v důsledku restriktivních ekonomických opatření a mimořádné situaci způsobené šířením nemoci Covid-19 na území USA, v dlouhém období nebyl očekávaný dopad těchto událostí vyhodnocen jako natolik závažný, aby ohrozil existenci business modelu National Retail Properties. Bylo upozorněno, že nelze vyloučit riziko zvýšené cenové volatility akcií celého sektoru z důvodu zvýšeného stupně nejistoty pro období druhého kvartálu i druhé poloviny roku 2020, v případě velmi slabých účetních výsledků byl předpokládán déletrvající tlak na udržení historicky podprůměrných cen v sektoru retailových realitních investičních fondů do konce roku 2020, a to i pod úroveň NAV.



# Literatura

## Primární zdroje

AALBERTS, R. *Real Estate Law*. 9. vyd. USA: Cengage Learning, 2018. 704 s. ISBN 978-12-854-2876-5.

ARNOLD, G. *Corporate Financial Management*. 6. vyd. London: Pearson Education, 2019. 1128 s. ISBN 978-12-921-4044-5.

BLANCHARD, O. *Macroeconomics, Global Edition*. 7. vyd. London: Pearson Education, 2017. 578 s. ISBN 978-12-921-6050-4.

BLOCK, R. *Investing in REITs*. 4. vyd. New Jersey: Wiley & Sons. 2012. 432 s. ISBN 978-11-192-0232-5.

BRADSHAW, M. BAGINSKI, S. WAHLEN, J. *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation*. 9. vyd. New York: Cengage Learning. 2017. 1200 s. ISBN 978-13-376-1468-9.

BRIGHAM, F. HOUSTON, J. *Fundamentals of Financial Management*. 8. vyd. New York: Cengage Learning. 2014. 688 s. ISBN 978-12-850-6513-7.

BRUEGGEMAN, W. FISHER, J. *Real Estate Finance & Investments*. 16. vyd. New York: McGraw-Hill Education. 2018. 807 s. ISBN 978-12-600-9194-6.

CORELLI, A. *Analytical Corporate Finance*. Švýcarsko: Springer International Publishing, 2016. 1. vyd. ISBN 978-33-193-9548-7.

ČÍŽINSKÁ, R. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing a.s., 2018. 1. vyd. 240 s. ISBN 978-80-271-2124-3

DAMODARAN, A. *Applied Corporate Finance*. 4. vyd. New York: John Wiley & Sons, Inc. 2014. 583 s. ISBN 978-11-188-0893-1.

DVOŘÁČEK, J. *Podnik a jeho okolí. Jak přežít v konkurenčním prostředí*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck. 2012. 173 s. ISBN 978-80-740-0224-3.

DVOŘÁK, P. RADOVÁ, J. *Finanční matematika pro každého*. 8. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2013. 304 s. ISBN: 978-80-247-4831-3

DVOŘÁK, P. MANDEL, M. REVENDA, Z. MUSÍLEK, P. KODERA, J. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Albatros Media a.s., 2014. 423 s. ISBN 978-80-726-1279-6.

FOTR, J. HNILICA, J. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2014. 304 s. ISBN 978-80-247-5104-7.

FOTR, J. SOUČEK, I. *Scénáře pro strategické rozhodování a řízení*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2019. 240 s. ISBN 978-80-271-2020-8.

HANZELKOVÁ, A. KEŘKOVSKÝ, M. *Strategické řízení*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2017. 256 s. ISBN 978-80-740-0637-1.

PAPADIA, F. VALIMAKI, T. *Central Banking in Turbulent Times*. 1. vyd. London: Oxford University Press. 2018. 320 s. ISBN 978-01-988-0619-6.

REILY, F. BROWN, K. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10. vyd. Ohio, USA: South-Western Cengage Learning, 2011. 1058 s. ISBN 978-05-3848-210-3.

REJNUŠ, O. *Finanční Trhy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2016. 384 s. ISBN 978-80-247-5871-8.

REJNUŠ, O. *Finanční Trhy, 4., aktualizované a rozšířené vydání*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2014. 768 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

ROSS, S. WESTERFIELD R. *Corporate Finance*. USA: Gattton College of Business and Economics, 2016. 11. vyd. 1018 s. ISBN 978-00-778-6175-9.

RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 6. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2019. 160 s. ISBN 978-80-271-2028-4.

SLOMAN, J. WRIDE A. *Economics*. 9. vyd. London: Pearson Education Limited, 2015. 960 s. ISBN 978-12-920-6484-0.

WEIGAND, R. *Applied Equity Analysis and Portfolio Management*. 1. vyd. New York: John Wiley & Sons. 2014. 336 s. ISBN 978-11-188-1920-3.

WIEDEMER, J. BAKER, K. *Real Estate Finance*. 9. vyd. New York: Cengage Learning, 2012. 448 s. ISBN 978-03-241-8142-5.

### **Odborné knihy a časopisy**

ALTMAN, E. Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance* (1968), vol. 23, no. 4, p. 589–609. DOI: 10.2307/2978933.

CAMPBELL, R. HARVEY. The real term structure and consumption growth. *Journal of Financial Economics* (1988), vol. 2, p. 305–333. ISSN: 0304-405X.

FISCHER, I. Appreciation and Interest: A Study of the Influence of Monetary Appreciation and Depreciation on the Rate of Interest with Applications to the Bimetallic Controversy and the Theory of Interest. *The Economic Journal* (1896), vol. 6, no. 44. P. 567–570. DOI: 10.2307/2957188.

FREY, C. OSBORNE, M. The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation? *Technological Forecasting and Social Change* (2017), vol. 114, no. 1. p. 254–280. DOI: 10.1016/j.techfore.2016.08.019.

GONZALO, J. ABDERRAHIM, T. HOWE. The reaction of stock market returns to unemployment. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics* (2017), vol. 21, no. 4, p. 1–20. ISSN 1558-3708.

HOWE, J. et al. The REIT Modernization Act of 1999. *Journal of Real Estate Finance and Economics* (2004), vol. 28, p. 369–388. ISSN 0895-5638.

IHRIG, J. KLEE, E. LI C. WEI M. KACHOVEC J. Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates. *International Journal of Central Banking* (2018), vol. 14, p. 341-390. ISSN 1815-4654.

### **Internetové zdroje**

BLOOMBERG: *Global PMI Tracker* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.bloomberg.com/graphics/global-pmi-tracker>>.

COHEN & STEERS: A REIT Defense for the Late Cycle [online]. 2018 [cit. 2020-01-03]. Dostupné z WWW: <[https://www.reit.com/sites/default/files/media/PDFs/Research/C\\_S\\_REIT\\_Late\\_Cycle.pdf](https://www.reit.com/sites/default/files/media/PDFs/Research/C_S_REIT_Late_Cycle.pdf)>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *December 11, 2019: FOMC Projections materials* [online]. 2019 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20191211.htm>>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *March 15, 2020: Minutes of the Federal Open Market Committee* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20200315.htm>>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *March 23, 2020: Statement Regarding Treasury Securities and Agency Mortgage-Backed Securities Operations* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323a.htm>>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *January 28-29, 2020: Minutes of the Federal Open Market Committee* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20200129.htm>>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Factors Affecting Reserve Balances* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>>.

CAMPBELL R. HARVEY: *Yield Curve Inversions and Future Economic Growth* [online]. 2008 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <[https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Term\\_structure/Harvey.pdf](https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Term_structure/Harvey.pdf)>.

CME GROUP, Inc.: *Countdown to FOMC: CME FedWatch Tool* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>>.

CME GROUP, Inc.: *Crude Oil Futures Quotes* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude.html>>.

DAMODARAN, A.: *Dealing with Low Interest rates: Investing and Corporate Finance Lessons* [online]. 2015 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/04/dealing-with-low-interest-rates.html>>.

DAMODARAN, A.: *Intrinsic Valuation* [online]. 2017 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/podcasts/valUGspr17/session3.pdf>>.

DAMODARAN, A.: *January 2017 Data Update 3: Cracking the Currency Code* [online]. 2017 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://aswathdamodaran.blogspot.com/2017/01/january-2017-data-update-3-cracking.html>>.

DIMSON, E. MARSH, P. STAUNTON, M.: *CREDIT SUISSE GLOBAL INVESTMENT RETURNS YEARBOOK 2010* [online]. 2010 [cit. 2020-04-14]. Dostupné přes WWW: <<http://media.rtl.nl/media/financien/rtlz/2010/0813cs.pdf>>

FEDERAL REALTY INVESTMENT TRUST: *2019 Annual Report Form 10-K & Proxy Statement* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://ir.federalrealty.com/static-files/8fe3f7d3-d1bf-4358-a541-564ae5c0029e>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK: *Projections For The SOMA Portfolio And Net Income* [online]. 2019 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/omo/SOMA-Projections-Report-2018Addendum-092019.pdf>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *10-Year Treasury Constant Maturity Rate* [online]. 2019 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/WGS10YR>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations From Consolidation)* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Federal Debt: Total Public Debt* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Inflation, consumer prices for the United States* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/FPCPITOTLZGUSA>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Moody's Seasoned Baa Corporate Bond Yield* [online]. 2020 [cit. 2020-04-06]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/BAA>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Real Gross Domestic Product* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Real Gross Domestic Product Growth* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/A191RL1A225NBEA>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *S&P 500* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/SP500>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Assets: Securities Held Outright: Mortgage-Backed Securities* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/WSHOMCB>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Securities, Loans, & Other Assets & Liabilities Held by Fed* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/TREAST>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Trade Balance* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/BOPGSTB>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Real Gross Domestic Product* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS ECONOMIC DATA: *Inflation, consumer prices for the United States* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://fred.stlouisfed.org/series/FPCPITOTLZGUSA>>.

GERMANI, P. MLADINA, S.: *The Enigma of Economic Growth and Stock Market Returns* [online]. 2016 [cit. 2020-01-03]. Dostupné z WWW: <<https://cdn.northerntrust.com/pws/documents/commentary/investment-commentary/the-enigma-economic-growth-and-stock-market-returns.pdf>>

HARVEY, C.: *Dissertation: Recovering Expectations of Consumption Growth from an Equilibrium Model of the Term Structure of Interest Rates* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Thesis/Thesis.htm>>.

ICE DATA SERVICES: *ICE Data Services*. [online] Dostupné z WWW: <<https://www.theice.com/market-data>>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND: *World Economic Outlook*, April 2020: Chapter 1 [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2020/April/English/text.ashx?la=en>>.

KNOEMA: *US Inflation Forecast: 2020, 2021 and Long Term to 2060* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://knoema.com/kyaewad/us-inflation-forecast-2020-2021-and-long-term-to-2060-data-and-charts>>.

MOODY'S: National Retail Properties, Inc. Credit Rating [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.moody.com/credit-ratings/National-Retail-Properties-Inc-credit-rating-600016760>>.

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS: *FTSE Nareit U.S. Real Estate Index Historical Values & Returns* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/ftse-nareit-us-real-estate-index-historical-values-returns>>.

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS: *Nareit T-Tracker®: Quarterly Operating Performance Series* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.reit.com/sites/default/files/TTracker%202019Q4.pdf>>.

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS: *Quarterly REIT Performance Data* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.nareitphotolibrary.com/m/f38b8af710e3/outline-tables-for-newsletter-Q42019.pdf>>.

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS: *What's a REIT (Real Estate Investment Trust)* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.reit.com/what-reit>>.

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH: DEMOGRAPHY, UNEMPLOYMENT, AUTOMATION, AND DIGITALIZATION: *Implications for the Creation of Jobs 2010–2030* [online]. 2018 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.nber.org/papers/w24835.pdf>>.

NATIONAL RETAIL INVESTOR: *The Name Game* [online]. 2006 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.nreionline.com/mag/name-game>>.

NATIONAL RETAIL PROPERTIES, INC.: *Annual Reports (2003–2019)* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<http://investors.nnnreit.com/annual-reports>>.

NEW YORK TIMES: *Corporate News* [online]. 1984 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.nytimes.com/1984/08/17/business/briefs-corporate-notes.html>>.

OECD: *Current account balance* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://data.oecd.org/trade/current-account-balance.htm>>.

OECD: *Inflation Forecast* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://data.oecd.org/price/inflation-forecast.htm>>.

ORGANIZATION OF THE PETROLEUM EXPORTING COUNTRIES: *The 9th (Extraordinary) OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <[https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/5882.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/5882.htm)>.

ORGANIZATION OF THE PETROLEUM EXPORTING COUNTRIES: *The 9th (Extraordinary) OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes* [online]. 2020 [cit.

2020-04-14]. Dostupné z WWW: <[https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/5882.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/5882.htm)>.

REFINITIV: *Company Data* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data>>.

REITNOTES: *List of Publicly Traded REITs in United States* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.reitnotes.com/list-of-public-reits/country/United%20State>>.

REITNOTES: *Non-Listed REITs in United States* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.reitnotes.com/list-public-non-listed-reits/country/United%20States>>.

THE CONFERENCE BOARD INC.: *The Conference Board Economic Forecast for the U.S. Economy* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.conference-board.org/data/usforecast.cfm>>.

REALTY INCOME CORPORATION: *Realty Income 2019 Annual Report* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <[https://s21.q4cdn.com/421822989/files/doc\\_financials/2019/annual/Realty-Income-2019-Annual-Report.pdf](https://s21.q4cdn.com/421822989/files/doc_financials/2019/annual/Realty-Income-2019-Annual-Report.pdf)>.

STATISTA: *Quarterly share of e-commerce sales of total U.S. retail sales from 1st quarter 2010 to 4th quarter 2019* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://statista.com/statistics/187439/share-of-e-commerce-sales-in-total-us-retail-sales-in-2010/>>.

SIMON PROPERTY GROUP, INC.: *SPG 2019 Annual Report* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<http://nasdaqomx.mobular.net/nasdaqomx/7/3561/5086/>>.

STORE CAPITAL CORPORATION: *2019 Annual Report* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <[https://materials.proxyvote.com/Approved/862121/20200331/AR\\_425709/](https://materials.proxyvote.com/Approved/862121/20200331/AR_425709/)>.

USA: *26 U.S. Code §856, Definition of real estate investment trust* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/856>>

USA: *26 U.S. Code §857, Taxation of real estate investment trusts and their beneficiaries* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/857>>

USA: *26 U.S. Code §4981, Excise tax on undistributed income of real estate investment trusts* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/4981>>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *FEDERAL REALTY INVESTMENT TRUST* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0000034903&owner=exclude&count=40>>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *NATIONAL RETAIL PROPERTIES, INC* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0000751364&owner=exclude&count=40>>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *REALTY INCOME CORP* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0000726728&owner=exclude&count=40>>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *SIMON PROPERTY GROUP INC* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001063761&owner=exclude&count=40>>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *STORE CAPITAL Corp* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001538990&owner=exclude&count=40>>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *W. P. Carey Inc.* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001025378&owner=exclude&count=40>>.

W.P. CAREY, INC.: *2019 Annual Report* [online]. 2020 [cit. 2020-04-14]. Dostupné z WWW: <<http://ir.wpcarey.com/file/4054624/Index?KeyFile=1001262508>>.

## Seznam příloh

Příloha 1 Konsolidovaná finanční pozice National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2009 až 31.12.2014 (v tis. USD).....	I
Příloha 2 Konsolidovaná finanční pozice National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2015 až 31.12.2019 (v tis. USD).....	II
Příloha 3 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2009 až 31.12.2014 (v tis. USD).....	III
Příloha 4 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2015 až 31.12.2019 (v tis. USD).....	III
Příloha 5 Konsolidovaný výkaz cash flow National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2009 až 31.12.2012 (v tis. USD).....	IV
Příloha 6 Konsolidovaný výkaz cash flow National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2013 až 31.12.2016 (v tis. USD).....	V
Příloha 7 Konsolidovaný výkaz cash flow National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2017 až 31.12.2019 (v tis. USD).....	VI
Příloha 8 Finanční ukazatele a vybrané metriky podnikové výkonnosti National Retail Properties, Inc. (2009–2014).....	VII
Příloha 9 Finanční ukazatele a vybrané metriky podnikové výkonnosti National Retail Properties, Inc. (2015–2019).....	VIII
Příloha 10 Metriky nemovitostního portfolia National Retail Properties, Inc. (2009–2014).	IX
Příloha 11 Metriky nemovitostního portfolia National Retail Properties, Inc. (2015–2019).	IX



## Přílohy

Příloha 1 Konsolidovaná finanční pozice National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2009 až 31.12.2014 (v tis. USD)

AKTIVA	31.12.					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý hmotný majetek - netto	2359893	2549723	3250806	3817261	4271706	4734654
Ostatní dlouhodobá aktiva	72423	32076	36936	17546	15344	5395
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>2432316</b>	<b>2581799</b>	<b>3287742</b>	<b>3834807</b>	<b>4287050</b>	<b>4740049</b>
Peněžní prostředky a jejich ekvivalenty	15225	2048	2082	2076	1485	10604
Pohledávky z obchodních vztahů	1946	3403	2763	3112	4107	3013
Příjmy příštích období	25745	25535	25187	25458	24797	25659
Ostatní finanční pohledávky	13884	9366	10832	12781	12877	16453
Ostatní krátkodobá aktiva	101846	91424	106437	109792	124207	130936
<b>Krátkodobá aktiva</b>	<b>158646</b>	<b>131776</b>	<b>147301</b>	<b>153219</b>	<b>167473</b>	<b>186665</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>2590962</b>	<b>2713575</b>	<b>3435043</b>	<b>3988026</b>	<b>4454523</b>	<b>4926714</b>

VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY	31.12.					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Základní kapitál	92825	92838	93049	288617	576221	576322
Kapitálový fond - emisní ážio	1408491	1429750	1958225	2101002	2353166	2711678
Nerozdělený zisk / ztráta	62413	3234	-44946	-90952	-147837	-196827
Ostatní úplný výsledek a fondy	511	1661	-3830	-2382	-4505	-8658
Podíly s minoritním vlivem	2622	1291	1378	1300	1240	577
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>10735</b>	<b>11681</b>	<b>2003876</b>	<b>2297585</b>	<b>2778285</b>	<b>3083092</b>
Krátkodobé finanční závazky	0	161000	65600	174200	46400	0
Úrokové závazky	7471	7342	15108	17527	17142	17396
Ostatní krátkodobé závazky	29283	43774	76950	85950	89037	85172
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>36754</b>	<b>212116</b>	<b>157658</b>	<b>277677</b>	<b>152579</b>	<b>102568</b>
Dluhové cenné papíry se splatností delší než 1 rok	618676	598882	894967	1165662	1514184	1714715
Ostatní dlouhodobé závazky	368670	373803	378542	247102	9475	26339
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>987346</b>	<b>972685</b>	<b>1273509</b>	<b>1412764</b>	<b>1523659</b>	<b>1741054</b>
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>1034835</b>	<b>1196482</b>	<b>3435043</b>	<b>3988026</b>	<b>4454523</b>	<b>4926714</b>

Zdroj: Konsolidované účetní výkazy National Retail Properties, Inc. ve formátu 10-K dostupné přes Securities and Exchange Commission, volný překlad, vlastní zpracování.

Příloha 2 Konsolidovaná finanční pozice National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2015 až 31.12.2019 (v tis. USD)

AKTIVA	31.12.				
	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý hmotný majetek - netto	5245931	5892510	6413288	6861826	7294229
Ostatní dlouhodobá aktiva	57527	23850	29373	13606	7010
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>5303458</b>	<b>5916360</b>	<b>6442661</b>	<b>6875432</b>	<b>7301239</b>
Peněžní prostředky a jejich ekvivalenty	13659	294540	1364	114267	1112
Pohledávky z obchodních vztahů	3344	3418	4317	3797	2874
Příjmy příštích období	25529	25101	25916	25387	28897
Ostatní finanční pohledávky	4003	2715	5380	4081	2783
Ostatní krátkodobá aktiva	110051	92017	80896	80474	97962
<b>Krátkodobá aktiva</b>	<b>156586</b>	<b>417791</b>	<b>117873</b>	<b>228006</b>	<b>133628</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>5460044</b>	<b>6334151</b>	<b>6560534</b>	<b>7103438</b>	<b>7434867</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY</b>	<b>31.12.</b>				
	2015	2016	2017	2018	2019
Základní kapitál	576412	921473	634037	634116	346718
Kapitálový fond - emisní ážio	3049198	3322771	3599475	3950055	4495314
Nerozdělený zisk / ztráta	-263124	-319254	-379181	-424225	-499229
Ostatní úplný výsledek a fondy	-20352	-8191	-13738	-5696	-11128
Podíly s minoritním vlivem	259	129	317	355	7
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>3342393</b>	<b>3916928</b>	<b>3840910</b>	<b>4154605</b>	<b>4331682</b>
Krátkodobé finanční závazky	0	0	120500	0	133600
Úrokové závazky	20113	19665	20311	19519	18250
Ostatní krátkodobé závazky	121594	85869	119106	77919	96578
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>141707</b>	<b>105534</b>	<b>259917</b>	<b>97438</b>	<b>248428</b>
Dluhové cenné papíry se splatností delší než 1 rok	1951980	2297811	2446407	2838701	2842698
Ostatní dlouhodobé závazky	23964	13878	13300	12694	12059
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>1975944</b>	<b>2311689</b>	<b>2459707</b>	<b>2851395</b>	<b>2854757</b>
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>5460044</b>	<b>6334151</b>	<b>6560534</b>	<b>7103438</b>	<b>7434867</b>

Zdroj: Konsolidované účetní výkazy National Retail Properties, Inc. ve formátu 10-K dostupné přes Securities and Exchange Commission, volný překlad, vlastní zpracování.

Příloha 3 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2009 až 31.12.2014 (v tis. USD)

	31.12.					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Tržby</b>	<b>230814</b>	<b>222084</b>	<b>259939</b>	<b>331752</b>	<b>392327</b>	<b>434877</b>
Odbyt a ostatní provozní náklady	72268	46083	43196	60009	53833	52469
Odpisy a amortizace dlouhodobého hmotného majetku	46539	46887	56926	74140	99246	116162
Provozní náklady	118807	92970	100122	134149	153079	168631
<b>Provozní výsledek</b>	<b>112007</b>	<b>129114</b>	<b>159817</b>	<b>197603</b>	<b>239248</b>	<b>266246</b>
Úrokové náklady	62151	65179	75532	83192	85283	85510
Ostatní náklady (příjem)	-1371	-7314	-583	-7796	-1493	1034
Hospodářský výsledek před zdaněním a úroky	110636	121800	159234	189807	237755	267280
<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>51227</b>	<b>71249</b>	<b>84868</b>	<b>122207</b>	<b>155458</b>	<b>179702</b>
Daň z příjmu	1049	-475	-899	6947	-618	75
Běžný hospodářský výsledek po zdanění	50178	71724	85767	115260	156076	179627
Výnosy (ztráty) z účasti s minoritním vlivem	-1589	-356	-91	78	60	-569
Ostatní finanční výnosy (ztráty)	6221	1629	6649	26677	4009	11543
<b>Čistý příjem připadající NNN</b>	<b>54810</b>	<b>72997</b>	<b>92325</b>	<b>142015</b>	<b>160145</b>	<b>190601</b>
Základní zisk na akcii v USD	0,60	0,80	0,96	1,11	1,10	1,24

Zdroj: Konsolidované účetní výkazy National Retail Properties, Inc. ve formátu 10-K dostupné přes Securities and Exchange Commission, volný překlad, vlastní zpracování.

Příloha 4 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2015 až 31.12.2019 (v tis. USD)

	31.12.				
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tržby</b>	<b>482916</b>	<b>533647</b>	<b>584933</b>	<b>622661</b>	<b>670487</b>
Odbyt a ostatní provozní náklady	59463	75477	37055	23501	64836
Odpisy a amortizace dlouhodobého hmotného majetku	134798	149101	173720	174398	188871
Provozní náklady	194261	224578	210775	197899	253707
<b>Provozní výsledek</b>	<b>288655</b>	<b>309069</b>	<b>374158</b>	<b>424762</b>	<b>416780</b>
Úrokové náklady	90008	96352	109109	115847	120023
Ostatní náklady (příjem)	818	393	-322	16430	-2851
Hospodářský výsledek před zdaněním a úroky	289473	309462	373836	441192	413929
<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>197829</b>	<b>212324</b>	<b>265371</b>	<b>292485</b>	<b>299608</b>
Daň z příjmu	-10318	0	0	0	0
Běžný hospodářský výsledek po zdanění	208147	212324	265371	292485	299608
Výnosy (ztráty) z účasti s minoritním vlivem	-125	-6	-398	-38	-428
Ostatní finanční výnosy (ztráty)	-10186	27182	0	0	0
<b>Čistý příjem připadající NNN</b>	<b>197836</b>	<b>239500</b>	<b>264973</b>	<b>292447</b>	<b>299180</b>
Základní zisk na akcii v USD	1,20	1,38	1,45	1,65	1,56

Zdroj: Konsolidované účetní výkazy National Retail Properties, Inc. ve formátu 10-K dostupné přes Securities and Exchange Commission, volný překlad, vlastní zpracování.

Příloha 5 Konsolidovaný výkaz cash flow National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2009 až 31.12.2012 (v tis. USD)

Peněžní toky z provozní činnosti	31.12.			
	2009	2010	2011	2012
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	56399	73353	92416	141937
<i>Úpravy peněžních toků z provozní činnosti:</i>				
Odpisy a amortizace	54332	55278	65017	83096
Změna stavu opravných položek	42208	11453	3139	12926
Nerealizované zisky (ztráty) z investic	-6233	-1925	-6541	-18967
Odložené daňové náklady (výnosy)	-1317	408	796	-7034
Nahraditelné náklady (výnosy) mimořádných událostí	-75	-111	624	-629
Ostatní úpravy peněžních toků	4188	49458	22277	16801
Celkové úpravy peněžního toku	93103	114561	85312	86193
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>149502</b>	<b>187914</b>	<b>177728</b>	<b>228130</b>

Peněžní toky z investiční činnosti	31.12.			
	2009	2010	2011	2012
Akvizice	-44433	-230928	-756633	-684925
Divestice	14588	10312	10696	81402
Ostatní čistý peněžní tok z investiční činnosti	1782	356	-6131	1764
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-28063</b>	<b>-220260</b>	<b>-752068</b>	<b>-601759</b>

Peněžní toky z oblasti financování	31.12.			
	2009	2010	2011	2012
Příjmy z krátkodobých úvěrových linek	132400	278900	805300	1184900
Úhrady krátkodobých úvěrových linek	-158900	-117900	-900700	-1076300
Emise majetkových cenných papírů	68060	17692	540560	185223
Emise dluhových cenných papírů se splatností delší než 1 rok	0	0	295731	320011
Úhrady dlouhodobých závazků	-6275	-75	-5582	-4512
Čistý peněžní tok z operací na dluhovém trhu	-21856	-101	-6680	-238551
Čistý peněžní tok z emisí dluhových cenných papírů se splatností do 1 roku	-80	848	154	-1130
Čistý peněžní tok z entit s minoritním vlivem	-400	-818	-4	0
Emise majetkových cenných papírů	46	41	198	308
Úhrady dividend	-127041	-132176	-133720	-167495
Ostatní peněžní tok z oblasti financování	5206	-27242	-20883	171169
<b>Čistý peněžní tok z oblasti financování</b>	<b>-108840</b>	<b>19169</b>	<b>574374</b>	<b>373623</b>

Zdroj: Konsolidované účetní výkazy National Retail Properties, Inc. ve formátu 10-K dostupné přes Securities and Exchange Commission, volný překlad, vlastní zpracování.

Příloha 6 Konsolidovaný výkaz cash flow National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2013 až 31.12.2016 (v tis. USD)

Peněžní toky z provozní činnosti	31.12.			
	2013	2014	2015	2016
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	160085	191170	197961	239506
<i>Úpravy peněžních toků z provozní činnosti:</i>				
Odpisy a amortizace	106304	121221	140714	153297
Změna stavu opravných položek	5291	1079	4951	18124
Nerealizované zisky (ztráty) z investic	-16031	-11684	-319	-27182
Odložené daňové náklady (výnosy)	800	58	10488	0
Nahraditelné náklady (výnosy) mimořádných událostí	181	129	-166	-67
Ostatní úpravy peněžních toků	17791	-5240	-12534	31659
Celkové úpravy peněžního toku	114336	105563	143134	175831
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>274421</b>	<b>296733</b>	<b>341095</b>	<b>415337</b>

Peněžní toky z investiční činnosti	31.12.			
	2013	2014	2015	2016
Akvizice	-637417	-602780	-683243	-885966
Divestice	60626	58853	38502	104117
Ostatní čistý peněžní tok z investiční činnosti	8751	2369	197	1906
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-568040</b>	<b>-541558</b>	<b>-644544</b>	<b>-779943</b>

Peněžní toky z oblasti financování	31.12.			
	2013	2014	2015	2016
Příjmy z krátkodobých úvěrových linek	601800	678500	1262400	1330200
Úhrady krátkodobých úvěrových linek	-729600	-724900	-1262400	-1330200
Emise majetkových cenných papírů	267613	360072	332117	278040
Emise dluhových cenných papírů se splatností delší než 1 rok	347406	349293	399036	346140
Úhrady dlouhodobých závazků	-3265	-6321	-3654	-3362
Čistý peněžní tok z operací na dluhovém trhu	-251132	-157472	-155689	-13324
Čistý peněžní tok z emisí dluhových cenných papírů se splatností do 1 roku	460	61	-720	451
Čistý peněžní tok z entit s minoritním vlivem	0	-1232	-28	-136
Emise majetkových cenných papírů	48	405	842	633
Úhrady dividend	-189107	-204157	-228699	-15204
Ostatní peněžní tok z oblasti financování	248805	-40305	-36100	51648
<b>Čistý peněžní tok z oblasti financování</b>	<b>293028</b>	<b>253944</b>	<b>307105</b>	<b>644886</b>

Zdroj: Konsolidované účetní výkazy National Retail Properties, Inc. ve formátu 10-K dostupné přes Securities and Exchange Commission, volný překlad, vlastní zpracování.

Příloha 7 Konsolidovaný výkaz cash flow National Retail Properties, Inc. dle US GAAP k 31.12.2017 až 31.12.2019 (v tis. USD)

Peněžní toky z provozní činnosti	31.12.		
	2017	2018	2019
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	265371	292485	299608
<i>Úpravy peněžních toků z provozní činnosti:</i>			
Odpisy a amortizace	177440	181325	195562
Změna stavu opravných položek	4953	28211	31992
Nerealizované zisky (ztráty) z investic	-36655	-46830	-32463
Odložené daňové náklady (výnosy)	0	0	0
Nahraditelné náklady (výnosy) mimořádných událostí	0	94	82
Ostatní úpravy peněžních toků	10448	16624	6946
Celkové úpravy peněžního toku	156186	179424	202119
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>421557</b>	<b>471909</b>	<b>501727</b>

Peněžní toky z investiční činnosti	31.12.		
	2017	2018	2019
Akvizice	-721893	-756971	-747521
Divestice	97245	148476	123997
Ostatní čistý peněžní tok z investiční činnosti	-909	-876	4116
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-625557</b>	<b>-609371</b>	<b>-619408</b>

Peněžní toky z oblasti financování	31.12.		
	2017	2018	2019
Příjmy z krátkodobých úvěrových linek	1501700	1599500	829200
Úhrady krátkodobých úvěrových linek	-1381200	-1720000	-695600
Emise majetkových cenných papírů	256764	345324	542280
Emise dluhových cenných papírů se splatností delší než 1 rok	398372	692913	0
Úhrady dlouhodobých závazků	-7837	-7156	-157
Čistý peněžní tok z operací na dluhovém trhu	-258347	-325934	-724
Čistý peněžní tok z emisí dluhových cenných papírů se splatností do 1 roku	-356	-268	1867
Čistý peněžní tok z entit s minoritním vlivem	-84	0	-776
Emise majetkových cenných papírů	1298	537	55
Úhrady dividend	-277120	-303164	-333692
Ostatní peněžní tok z oblasti financování	-322366	-31387	-337927
<b>Čistý peněžní tok z oblasti financování</b>	<b>-89176</b>	<b>250365</b>	<b>4526</b>

Zdroj: Konsolidované účetní výkazy National Retail Properties, Inc. ve formátu 10-K dostupné přes Securities and Exchange Commission, volný překlad, vlastní zpracování.

Příloha 8 Finanční ukazatele a vybrané metriky podnikové výkonnosti National Retail Properties, Inc. (2009–2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ČPK (v tis. USD)	121892	-80340	-10357	-124458	14894	84097
ČPP (v tis. USD)	80317	-118644	-49139	-165809	-26887	38972
Běžná likvidita	4,316	0,621	0,934	0,552	1,098	1,820
Pohotová likvidita	3,616	0,501	0,775	0,460	0,935	1,570
Okamžitá likvidita	0,414	0,010	0,013	0,007	0,010	0,103
Obratovost celkových aktiv	0,089	0,084	0,075	0,083	0,088	0,088
Celkové zadlužení	39,53%	43,66%	41,66%	42,39%	37,63%	37,42%
Běžná zadluženost	1,42%	7,82%	4,59%	6,96%	3,43%	2,08%
Dlouhodobá zadluženost	38,11%	35,85%	37,07%	35,43%	34,20%	35,34%
ROA	2,12%	2,69%	2,69%	3,56%	3,60%	3,87%
ROE	3,50%	4,77%	4,61%	6,18%	5,76%	6,18%
ROS	23,75%	31,87%	35,69%	42,84%	40,82%	43,83%
ROCE	4,39%	5,16%	4,88%	5,33%	5,56%	5,52%
EAT (v tis. USD)	54810	72997	92325	142015	160145	190601
EBIT (v tis. USD)	112007	129114	159817	197603	239248	266246
EBITDA (v tis. USD)	158546	176001	216743	271743	338494	382408
FFO (v tis. USD)	96291	108625	139834	193563	228622	260902
AFFO (v tis. USD)	102068	131721	150815	200839	238917	263968
NOI (v tis. USD)	200204	207346	242745	307628	368515	410057
EVA (v tis. USD)	-184452	-89908	-90217	-32409	-12940	-116351
NAV (v tis. USD)	1681359	1609619	1982968	2755050	3967177	4603815
WACC	11,51%	8,99%	7,60%	6,03%	5,86%	6,14%
P/E	12,17	15,64	17,03	14,82	21,18	21,87
P/FFO	15,16	18,02	16,55	16,33	17,76	17,25
P/AFFO	14,30	14,86	15,34	15,74	17,00	17,05
P/NOI	7,29	9,44	9,53	10,28	11,02	10,97
P/B	1,43	1,65	1,62	1,87	2,42	2,44
P/NAV	0,87	1,22	1,17	1,15	1,02	0,98
P/S	6,33	8,54	8,95	9,53	10,35	10,35
Z-Score	1,89	2,04	2,06	2,07	2,82	3,80
EBITDA marže	68,7%	76,8%	83,8%	82,0%	86,3%	87,9%
Provozní marže	48,5%	56,4%	61,8%	59,6%	61,0%	61,2%
Zisková marže	23,7%	31,9%	35,7%	42,8%	40,8%	43,8%

Zdroj: Vlastní zpracování.

Příloha 9 Finanční ukazatele a vybrané metriky podnikové výkonnosti National Retail Properties, Inc. (2015–2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
ČPK	14879	312257	-142044	130568	-114615
ČPP	-17997	281023	-177657	97303	-149354
Běžná likvidita	1,105	3,959	0,454	2,340	0,538
Pohotová likvidita	0,925	3,721	0,354	2,079	0,422
Okamžitá likvidita	0,096	2,791	0,005	1,173	0,004
Obratovost celkových aktiv	0,088	0,084	0,089	0,088	0,090
Celkové zadlužení	38,78%	38,16%	41,45%	41,51%	41,74%
Běžná zadluženost	2,60%	1,67%	3,96%	1,37%	3,34%
Dlouhodobá zadluženost	36,19%	36,50%	37,49%	40,14%	38,40%
ROA	3,62%	3,78%	4,04%	4,12%	4,02%
ROE	5,92%	6,11%	6,90%	7,04%	6,91%
ROS	40,97%	44,88%	45,30%	46,97%	44,62%
ROCE	5,43%	4,96%	5,94%	6,06%	5,80%
EAT (v tis. USD)	197836	239500	264973	292447	299180
EBIT (v tis. USD)	288655	309069	374158	424762	416780
EBITDA (v tis. USD)	423453	458170	547878	599160	605651
FFO (v tis. USD)	289193	330544	359179	395337	446661
AFFO (v tis. USD)	304772	347933	379083	418702	462325
NOI (v tis. USD)	458870	508750	559512	595377	640555
EVA (v tis. USD)	-114744	-71368	109305	104170	110942
NAV (v tis. USD)	5224269	6986659	6467765	6924749	9051559
WACC	5,68%	4,55%	4,20%	4,58%	4,26%
P/E	22,46	26,24	22,40	22,24	26,78
P/FFO	17,86	20,44	17,34	17,15	20,09
P/AFFO	16,95	19,42	16,43	16,19	19,41
P/NOI	11,25	13,28	11,13	11,39	14,01
P/B	2,44	2,80	2,29	2,30	2,89
P/NAV	0,99	0,97	0,96	0,98	0,99
P/S	10,69	12,66	10,65	10,89	13,39
Z-Score	3,65	3,87	3,61	4,08	4,67
EBITDA marže	87,7%	85,9%	93,7%	96,2%	90,3%
Provozní marže	59,8%	57,9%	64,0%	68,2%	62,2%
Zisková marže	41,0%	44,9%	45,3%	47,0%	44,6%

Zdroj: Vlastní zpracování.



Příloha 10 Metriky nemovitostního portfolia National Reatail Properties, Inc. (2009–2014)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý výnos nemovitostí z akviziční činnosti	8,40%	8,40%	8,40%	8,30%	7,80%	7,50%
Kapitalizační míraprodaných nemovitostí	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	7,50%	7,20%
Průměrná kapitalizační míra NNN	7,40%	7,42%	7,11%	6,92%	6,53%	6,36%
Obsazenost nemovitostí NNN	96,40%	96,90%	97,40%	97,90%	98,20%	98,60%
Obsazenost nemovitostí (odvětvový průměr)	90,50%	90,10%	90,80%	90,70%	92,00%	92,70%
Celková pronajimatelná plocha NNN (v tis. čtverečních stop)	11373	12972	16428	19168	20402	22479
Celkový počet nemovitostí v portfoliu	1015	1195	1422	1622	1860	2054
Vážený průměr trvání nájemních smluvních kontraktů	12,0	11,0	12,0	12,0	12,0	11,6
Agregovaná kupní cena akvizic (v tis. USD)	36335	256077	772463	707233	629896	618145
Výnos z prodeje nemovitostí (v tis. USD)	15261	15980	12632	81120	61000	55378

Zdroj: Vlastní zpracování.

Příloha 11 Metriky nemovitostního portfolia National Reatail Properties, Inc. (2015–2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Hrubý výnos nemovitostí z akviziční činnosti	7,20%	6,90%	6,90%	6,80%	6,90%
Kapitalizační míra prodaných nemovitostí	5,90%	6,80%	6,00%	5,10%	5,90%
Průměrná kapitalizační míra NNN	6,25%	5,41%	6,09%	6,03%	5,27%
Obsazenost nemovitostí NNN	99,10%	99,00%	99,10%	98,20%	99,00%
Obsazenost nemovitostí (odvětvový průměr)	92,50%	93,30%	93,50%	93,70%	93,60%
Celková pronajimatelná plocha NNN (v tis. čtverečních stop)	24964	27204	29093	30487	32460
Celkový počet nemovitostí v portfoliu	2257	2535	2740	2917	3086
Vážený průměr trvání nájemních smluvních kontraktů	11,4	11,6	11,2	11,5	11,2
Kupní cena akvizic (v tis. USD)	726303	846906	75489	715572	752497
Výnos z prodeje nemovitostí (v tis. USD)	39116	103215	96757	147646	126194

Zdroj: Vlastní zpracování.