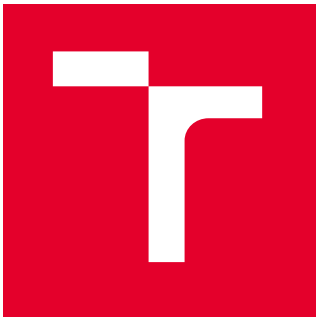


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

INVESTIČNÍ PORTFOLIO A JEHO TVORBA

THE INVESTMENT PORTFOLIO AND ITS CREATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE — **Bc. Jan Čermák**

AUTHOR

VEDOUCÍ PRÁCE — **prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**

SUPERVISOR

BRNO 2023

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
FAKULTA PODNIKATELSKÁ

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Student:	**Bc. Jan Čermák**
Vedoucí práce:	**prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**
Akademický rok:	2022/23
Studijní program:	Mezinárodní ekonomika a obchod

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

Investiční portfolio a jeho tvorba

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Vymezení problému a cíle práce
Metodika práce
Teoretická východiska práce
Analýza problému a současné situace
Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Hlavním cílem diplomové práce je vytvoření investičního portfolia na americkém investičním trhu s využitím hodnotového přístupu.

Základní literární prameny:

BUFFETT, Warren. The Warren Buffett Stock Portfolio: Warren Buffett Stock Picks: Why and When He Is Investing in Them. 1. Scribner, 2011. ISBN 978-1451606485.

DALIO, R. Principles: Life and Work. 2. Simon & Schuster, 2017. ISBN 978-1501124020.

GLADIŠ, Daniel. Akciové Investice. 2. rozš. vyd. Praha: Grada Publishings, 2021. ISBN 978-80-271-4234-7.

GRAHAM, B. a J. ZWEIG. The Intelligent Investor. 4. New York: HarperCollins Publishers, 2003. ISBN 0-06-058328-2.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 4. Praha: Grada Publishings, 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2022/23

V Brně dne 5.2.2023

L. S.

prof. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D. garant	doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D. děkan

Abstrakt

Předmětem diplomové práce je návrh sektorově diverzifikovaného investičního portfolia amerických hodnotových akcií pro využití ETF fondu. Práce se skládá ze tří částí. V první části jsou určena nezbytná teoretická východiska, na základě kterých jsou stanovena kritéria k výběru akciových titulů. V další části jsou akcie podrobeny fundamentální analýze. Závěrem práce je návrh akciového portfolia na základě investičního doporučení a stanovení procentuálního zastoupení jednotlivých akciových titulů.

Klíčová slova

investování, akcie, portfolio, fundamentální analýza, ETF, diverzifikace

Abstract

The subject of the diploma thesis is the proposal of a sector-diversified investment portfolio of American value stocks for the use of an ETF fund. The thesis consists of three parts. In the first part, the necessary theoretical background is explained, on the basis of which the criteria for the selection of stock titles are determined. In the following part the fundamental analysis of selected stock titles is presented. The conclusion of the work is the proposal of a stock portfolio based on an investment recommendation and determination of the percentage representation of individual stock titles.

Keywords

investing, stocks, portfolio, fundamental analysis, ETF, diversification

Bibliografická citace

ČERMÁK, Jan. *Investiční portfolio a jeho tvorba* [online]. Brno, 2023 [cit. 2023-05-14]. Dostupné z: https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/150596. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Čestné prohlášení

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

V Brně dne 14. 5. 2023

Bc. Jan Čermák

autor

Poděkování

Především bych chtěl poděkovat prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi CSc. za vedení mé diplomové práce, jeho cenné rady a přínosné konzultace. Dále bych chtěl také poděkovat své rodině, ale také spolužákům a spolužačkám za jejich neustálou podporu a motivaci.

Obsah

Úvod ... 9
Vymezení problému, cíle a metodiky práce ... 10
1 Teoretická východiska práce ... 11
1.1 Investováni a investiční nástroje ... 11
1.1.1 Akcie ... 12
1.1.2 Dluhopisy ... 13
1.1.3 Ostatní ... 14
1.2 Diverzifikované portfolio ... 14
1.3 Vymezení sektorů ... 16
1.5 Vztah mezi inflací, úrokovými sazbami a aktivy ... 18
1.5 Fundamentální analýza ... 19
1.5.1 Ukazatele ... 20
1.5.2 Zadluženost ... 23
1.5.3 Management ... 24
1.5.4 Návratnost ... 25
1.6 Typy společností v závislosti na velikosti a růstu ... 26
1.7 Bodovací metoda mezipodnikového srovnání ... 27
1.8 Vymezení ETF fondu ... 28
2 Výběr akciových titulů ... 30
2.1 Statut fondu ... 30
2.2 Investiční strategie managementu fondu ... 30
2.2.1 Kritéria k výběru akciových titulů ... 31
2.2.2 Počáteční výběr titulů ... 31
3 Analýza problému a současné situace ... 33
3.1 Komunikační služby – Verizon Communications (VZ) ... 33
3.1.2 Verizon – P/E a P/S ... 34
3.1.3 Verizon – P/B a zadluženost ... 35
3.1.4 Verizon – Management ... 36
3.1.5 Verizon – Návratnost ... 36
3.2 Komunikační služby – AT&T (T) ... 37
3.2.1 P/E a P/S ... 38

3.2.2 P/B a zadluženost ... 39
3.2.3 Management ... 39
3.2.4 Návratnost ... 40
3.3 Základní materiály – Huntsman Corporation (HUN) ... 41
3.3.1 P/E a P/S ... 42
3.3.2 P/B a zadluženost ... 42
3.3.3 Management ... 43
3.3.4 Návratnost ... 43
3.4 Základní materiály – Celanese (CE) ... 45
3.4.1 P/E a P/S ... 46
3.4.2 P/B a zadluženost ... 46
3.4.3 Management ... 47
3.4.4 Návratnost ... 47
3.5 Energetika – Chevron (CVX) ... 48
3.5.1 P/E a P/S ... 49
3.5.2 P/B a zadluženost ... 50
3.5.3 Management ... 51
3.5.4 Návratnost ... 52
3.6 Energetika – Exxon (XOM) ... 53
3.6.1 P/E a P/S ... 54
3.6.2 P/B a zadluženost ... 55
3.6.3 Management ... 55
3.6.4 Návratnost ... 55
3.7 Zdravotnictví a farmaceutika – Pfizer (PFE) ... 56
3.7.1 P/E a P/S ... 57
3.7.2 P/B a zadluženost ... 58
3.7.3 Management ... 58
3.7.4 Návratnost ... 59
3.8 Zdravotnictví a farmaceutika – Viatris (VTRS) ... 60
3.8.1 P/E a P/S ... 61
3.8.2 P/B a zadluženost ... 63
3.8.3 Management ... 63
3.8.4 Návratnost ... 63
4 Vlastní návrhy řešení ... 65

4.1. Ohodnocení akciových titulů bodovací metodou 65
4.2. Návrh akciového portfolia 68
6 Závěr 72
Seznam použitých zdrojů 74
Seznam použitých tabulek 83
Seznam použitých grafů 84
Seznam obrázků 85

Úvod

V dnešní době historicky vysoké inflace a zvyšujících se úrokových sazeb je klesající reálná kupní síla úspor jedním z akutních problémů západní společnosti. Zároveň růst úrokových sazeb, volatilní ceny komodit a nejistota z měnící se geopolitické reality přináší příležitosti k nálezu zajímavých investic na akciovém trhu, který je jednou z možností, kde lze skrz investiční činnost možné přebytečný kapitál zhodnocovat a tím ho chránit před negativním dopadem inflace. Společnosti, které se zaměřují na investiční činnost s cílem zhodnocování vkladu se pak nazývají fondy.

Hlavním tématem této diplomové práce je návrh investičního portfolia z hodnotových akcií kotovaných na burze cenných papírů v USA, která se historicky považuje za nejvíce spolehlivý a zároveň poměrně atraktivní. Ke zvýšení stability a bezpečnosti portfolia zvolíme sektorovou diverzifikaci, spolu s přístupem využívajícím fundamentální analýzu, což si představíme v první části práce zaměřené na teoretická východiska, spolu s dalšími nezbytnými tématy.

Dále v rámci diplomové práce stanovíme kritéria k výběru akciových titulů z různých sektorů pro potřeby ETF fondu, které následně podrobíme fundamentální analýze. Poslední část se bude zabývat návrhem vlastního řešení ve formě formulace investičního doporučení k jednotlivým analyzovaným společnostem, následně výběrem vhodných titulů a návrhem jejich procentuálního zastoupení v investičním portfoliu fondu.

Vymezení problému, cíle a metodiky práce

V této části si definujeme hlavní, a dílčí cíle naší práce a následně postupy k jejich dosažení, včetně nástrojů a metodologie.

Cíle

Hlavním cílem práce je návrh investičního portfolia hodnotových akcií amerických, veřejně obchodovaných firem. Akciové portfolio bude sektorově diverzifikované a bude sloužit pro potřeby ETF.

Stanovíme si následující parciální cíle v rámci plnění hlavního cíle:

1) Teoretické představení konceptů nezbytných ke konstrukci diverzifikovaného akciového portfolia, včetně definice jednotlivých nástrojů fundamentální analýzy
2) Výběr akciových titulů na základě stanovených kritérií
3) Analýza akciových titulů
4) Návrh akciového portfolia na základě vhodnosti jednotlivých akciových titulů

Metodologie

První část bude náležet představení a objasnění teoretických východisek nutných k pochopení obsahu naší práce. V teorii se zaměříme primárně na koncept investování a investičních nástrojů s hlavním zaměřením na aspekty akcií jakožto cenných papírů. Dále prozkoumáme fundamentální analýzu jako takovou, včetně jejích jednotlivých nástrojů, které pro nás budou užitečné při analýze akcií daných firem. V rámci teoretických východisek také objasníme formu fondu ETF a popíšeme si metodu mezipodnikového srovnání k vyhodnocení vhodnosti akciových titulů. Ve druhé části práce si stanovíme kritéria k výběru vhodných akciových titulů pro ETF.

Následně v rámci analytické části podrobíme vybrané akciové tituly z daných sektorů analýze, přičemž budeme vycházet primárně z dat obsažených ve výročních či kvartálních zprávách daných společností. Závěrem práce bude v návrhové části samotné sestavení portfolia na základě investičního doporučení, které bude vycházet z informací zjištěných v analytické části.

1 Teoretická východiska práce

V rámci teoretických východisek je nutné představit koncept investování, který představuje primární předmět našeho zájmu. Následně si popíšeme základní typy investičních aktiv, z nichž lze poskládat portfolio s uspokojivou návratností.

Hlavním bodem našeho zájmu v budou akcie, které si popíšeme více detailně, kratší představení ostatních typů aktiv bude sloužit výlučně k utvoření ucelenější představy o kapitálovém trhu. Dále si definujeme význam portfolia a konceptu diverzifikace, dva výrazy často zmiňované v souvislosti s investiční činností.

V závěrečné části teorie si představíme a prozkoumáme dílčí části fundamentální analýzy, spolu s některými jejími konkrétními nástroji, jejichž využití pro nás bude v praktické části diplomové práce klíčové.

1.1 Investováni a investiční nástroje

Při návrhu investičního akciového portfolia se s klíčovým pojmem investování budeme v naší práci opakovaně setkávat. V dnešní době se slovo investování používá relativně často, a v mnoha různých oblastech, proto je pro nás důležité jej zúžit na přesnou definici, aby byla formulace našeho cíle a náplně práce jednoduše uchopitelná. Exaktní vyjádření nám poskytne kniha *The Intelligent Investor*:

„*Investiční operace je taková, která na základě důkladné analýzy poskytuje bezpečnost vloženého kapitálu a uspokojivou návratnost. Operace nesplňující tyto požadavky jsou spekulativní.“* (2, s.18)

Pod označením investiční nástroje schopné poskytnout uspokojivou návratnost chápeme především akcie a dluhopisy. Při snaze o co nejpřesnější určení budoucích výnosů a potenciálních rizik plynoucích z těchto aktiv je poměrně efektivní přístup fundamentální analýza.

1.1.1 Akcie

Akcie jsou cenné papíry představující vlastnický podíl na dané veřejně obchodovatelné společnosti. Jejich vlastnictví je spojeno s např. hlasovacím právem k podílení se na rozhodnutích ohledně významných záležitostí dané firmy, právo na inkasování dividendy, či právo na obdržení úměrného podílu z případné likvidace firmy. Cenné papíry nedisponující těmito vlastnostmi tedy za akcie označit nelze. Existují však také preferenční akcie, u kterých je absence hlasovacího práva kompenzována přednostním právem na dividendu a likvidační zůstatek firmy. Tyto akcie se kvůli svým stanoveným vlastnostem často z cenového hlediska chovají podobně jako dluhopisy, např. kvůli právu vlastníka odkoupit akcii za stanovenou cenu, nebo předem určené výši výplaty dividendy na preferenční akcii (1, str.70-72).

Hlasovací právo akcie slouží vlastníkovi k ovlivňování důležitých rozhodnutí společnosti. Často se hlasování týká věcí ohledně managementu, např. jejich kompenzace, či přímo ovlivnit složení vrchního managementu. V některých případech tedy hlasovací právo slouží jako nástroj, kterým jsou akcionáři schopni změnit vedení firmy např. v případě, že z jejich pohledu nejedná v nejlepším zájmu akcionářů (1, str. 205).

Právo na dividendu je jedním z hlavních motivačních faktorů v rámci investování do akcií. Jedná se o právo akcionáře na úměrnou část zisku, který obchodovaná společnost rozdělí mezi akcionáře. Vyhlášení dividendy je v pravomocí managementu, jenž musí vyhodnotit, zda neexistuje lepší způsob využití finančních prostředků společnosti. Některé společnosti pravidelně vyplácející dividendu vycházejí z předpokladu, že akcionář je člověk s životními náklady a může případně spoléhat na dividendový příjem z akcií, což je pro ně dostatečným důvodem k udržování konzistentní dividendové politiky. K vyplácení dividend obvykle dochází ročně, či kvartálně. Společnosti bez konzistentní dividendové politiky vyplácejí obvykle dividendu pouze v případě, že pro ně neexistuje efektivnější způsob využití peněz v danou chvíli (1, s. 393, 396, 397).

Právo na likvidační zůstatek v případě likvidace společnosti je právem zřídka využívaným. Management společnosti se zhoršující se finanční situací se obvykle

nerozhodne k efektivní likvidaci ve prospěch akcionářů, místo toho volí často cestu přečkání nepříznivé situace získáním potřebných financí zadlužením, či emisí dalších akcií a následnou dilutací hodnoty stávajících akcionářů. Zájmem managementu je co nejdéle zůstat ve funkci, tudíž jde v takové situaci o střet zájmu s investory. Pokud společnost nezažívá zhoršující se finanční situaci, pak není obvykle pro likvidaci důvod a akcionář své právo nevyužije (1, s. 586, 587).

1.1.2 Dluhopisy

Dluhopisy jsou obchodovatelné dluhové cenné papíry. Při jejich prodeji věřitelé poskytnou společnosti kapitál, za který společnost obvykle ručí svým majetkem, na který je jim následně obvykle vyplácen úrok. Výnos z dluhopisu může ovšem fungovat i na diskontním principu. Vlastnosti dluhopisu záleží na jeho typu, standardní je však vyplacení jistiny poté, co dluhopis dosáhne data splatnosti. Často si společnost rezervuje také právo vykoupit od vlastníka dluhopis kdykoliv před datem splatnosti za předem stanovenou cenu, pokud je tak pro ně výhodné učinit. Důležitým rozdílem oproti akciové dividendě je fakt, že placení dluhopisového úroku není pro management rozhodnutím, nýbrž povinností, a preference k likvidačnímu zůstatku oproti akcionářům je výhodou, proto se dluhopisy nalézají v tradičních portfoliích poměrně často (4, s. 60, 61).

V ceně dluhopisu hrají důležitou roli úrokové sazby, jejichž posun zpravidla zapříčiní změnu ceny a výnosu dluhopisů kvůli vytvoření příležitosti zhodnotit peníze věřitelů jinde. Při dělení dluhopisů můžeme zvážit různá kritéria, nejobvyklejší dělení je dle typu emitenta (státní, municipalitní, korporátní apod.) či dle priority práva k likvidačnímu zůstatku (seniorní a juniorní), dle ratingu (investiční, spekulativní*, junk bonds*), nebo dle existence další pravomoci spojené s dluhopisem, např. konvertibilní dluhopisy. Dluhopisům je přidělen tzv. rating, podle kterého lze vyhodnotit solventnost emitenta a bezpečnost úroku. Rizikovější dluhopisy se pak obvykle prodávají s vyšším úrokovým výnosem. (2, s. 92-97).

1.1.3 Ostatní

Pro doplnění teoretických východisek investičního prostředí stručně popíšeme komodity, drahé kovy, a deriváty.

Komodity se řadí mezi reálné investiční instrumenty a jsou neunikátní typ zboží, jenž je navzdory produkci od různých výrobců díky identickým vlastnostem zaměnitelný. Běžnými příklady komodit mohou být např. ropa, pšenice, nebo kovy. Obchodování komodit na burze probíhá skrz tzv. komoditní futures, což jsou derivátové nástroje využívající cenu komodity jako podkladové aktivum (12, s. 179).

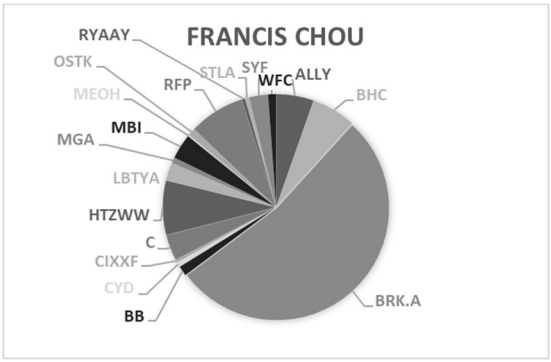
Deriváty jsou cenné papíry, jejichž cena je odvozena od daného podkladového aktiva. Mezi obvykle obchodované deriváty se řadí např. opce a futures. Futures jsme si již zmínili, ty se hojně využívají v rámci komoditního trhu. Opce slouží k poskytnutí časově omezené pravomoci jejich držiteli na nákup, či prodej podkladového aktiva, zatímco prodávající strana inkasuje za prodej pravomocí jistou prémii. Opce můžeme dle práva rozdělit na *call* opce, u kterých má držitel právo na odkup aktiva za smluvenou cenu, a *put* opce, kde má naopak vlastník možnost aktivum prodat. Dále lze rozdělit opce dle data splatnosti transakce na Evropské, a Americké, přičemž Evropskou opci lze uplatnit pouze až v den expirace cenného papíru. Naopak populárnější Americké opce, jež jsou frekventně mezinárodně obchodované, jsou uplatnitelné kdykoliv po dobu držení (12, s. 261-263).

1.2 Diverzifikované portfolio

Koncept diverzifikovaného portfolia vychází z myšlenky, jenž je obsažená rčení „nedávat všechny vejce do jednoho košíku", tedy když se konkrétní košík rozbije tak nepřijdeme o vše najednou. Tvorbou diverzifikovaného portfolia zabraňujeme vzniku situace, ve které se realizuje specifické riziko spojené s danou společností a selhání jedné položky nebude mít devastující dopad na celkový výkon investiční operace. Systematickému riziku spojenému např. se selháním finančního systému bohužel diverzifikací titulů nelze předejít. V případě investování do akcií můžeme

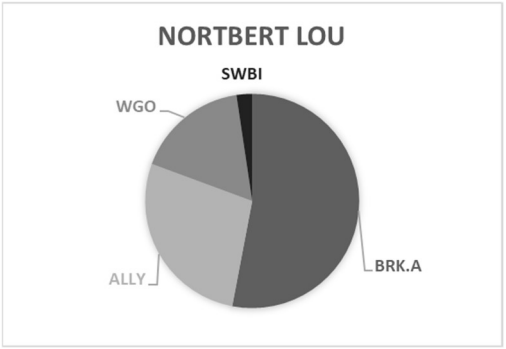
nahlížet na investiční operaci jako skupinovou a výnosnost investiční operace nabývá adekvátní bezpečnosti pouze při zahrnutí většího množství titulů, obzvláště v případech investování do firem s nestabilním typem podnikání (1, s. 366, 367).

Pojem akciové portfolio označuje souhrn vlastněných akciových titulů. Můžeme si všimnout, že množství titulů v portfoliích různých investorů, či institucí se zásadně liší, nebo dokonce mění v závislosti na čase. Příkladem koncentrovaného portfolia může být známý americký investora Norbert Lou, jehož portfolio tvoří ze 44,5 % dva akciové tituly Ally Financial (ALLY) a Winnebago (WGO). Intenzivněji diverzifikované portfolio drží známý americký investor Francis Chou, jehož portfolio obsahuje 18 titulů. Jedním z nich je Berkshire Hathaway (BRK), což je holding držící akcie zhruba 50 různých firem, což činí portfolio ještě více diverzifikované prostřednictvím této jedné konkrétní pozici. Oba investoři byli schopni dosáhnout uspokojivé návratnosti, ale nelze říct, jak velký význam v tomto úspěchu diverzifikace hrála (13) (14).



Graf č. 1: Intenzivně diverzifikované portfolio – Francis Chou

(Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat valueinsider.com, 2022)



Graf č. 2: Koncentrované portfolio – Norbert Lou

(Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat hedgefollow.com, 2022)

Stanovit přesnou míru diverzifikace portfolia může být obtížné, záleží na parametrech diverzifikace. Diverzifikovat lze např. globálně, sektorově, průmyslově, měnově, či podle jiných stanovených kritérií, čímž se vyhneme specifickému riziku. Pro účely této práce byla vybrána diverzifikace sektorová, mimo jiné také kvůli absenci potřeby měnového zajištění, které obvykle snižuje profitabilitu. S diverzifikací jsou ovšem také spojeny i jiné nevýhody, které si musí investor uvědomit.

V první řadě diverzifikace způsobuje přiblížení výkonnosti portfolia k pomyslné středové hodnotě výnosů, jelikož investor nemůže naplno těžit z jedné úspěšné investice, průměrná výkonnost ostatních titulů může jeden vítězný „zpomalovat". Dále kromě vyšších investičních nákladů spojených s vkladem peněz do více titulů se zde vyskytuje i náklad v podobě vyššího požadavku na čas a znalost investora. Aby mohlo být provedeno řádné prověření společnosti před provedením investice, tzv. *due dilligence*, investor musí vykonat náležitou analýzu, která bezpochyby zahrnuje i prostudování výročních a kvartálních zpráv firem. Při správě více než 10ti či 20ti různých titulů se tato činnost stává poměrně časově náročnou (4, s. 225, 226).

1.3 Vymezení sektorů

Pro vytvoření sektorově diverzifikovaného akciového portfolia je nutné nejprve si definovat existující sektory a co to vlastně sektor je. Pod pojmem sektor si můžeme představit část ekonomiky dané země, která je vázaná na chod konkrétního odvětví. V daném sektoru ekonomiky se pak přirozeně vyskytují veřejně obchodované společnosti, do jejichž akcií můžeme tedy investovat.

Za 11 sektorů se podle GICS považují finanční služby, komunikační služby, utility, zdravotnictví, průmyslový sektor, energetika, informační technologie, sektor materiálů, nemovitosti, spotřební zboží zbytné a spotřební zboží nezbytné (15).

Energetické společnosti se zabývají průzkumem, výrobou nebo distribucí energetických zdrojů, včetně ropy, plynu a obnovitelné energie. V sektoru

materiálů se nalézají firmy zabývající se těžbou a zpracováním surovin, jako jsou chemikálie, kovy, stavební materiály a výrobky z papíru.

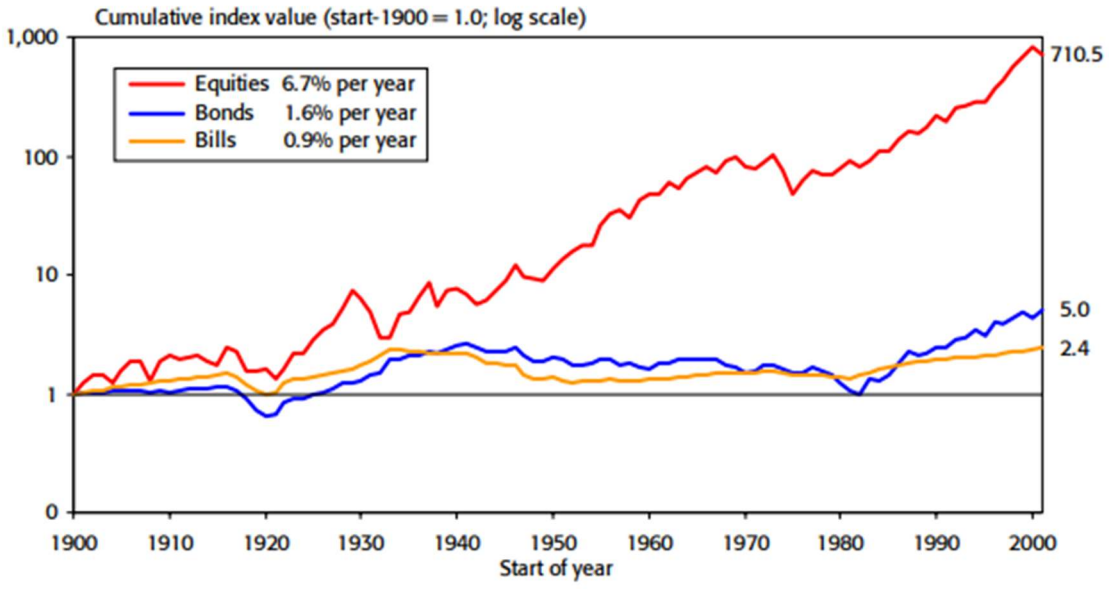
Za **průmyslové** společnosti se označují takové, které vyrábějí a distribuují průmyslové produkty, např. v oblasti letectví, strojů, dopravy a komerčních služeb. V případě **spotřebního zboží zbytného** společnosti vyrábějí zboží a poskytují služby, které spotřebitelé považují za nedůležité v rámci základních životních potřeb, tedy zboží se může týkat primárně např. volnočasových aktivit. V sektoru **spotřebního zboží** se společnosti zaměřují na výrobu a distribuci základních spotřebních výrobků, jako jsou potraviny, nápoje, domácí zboží, výrobky osobní péče a tabák. **Zdravotnické** společnosti se zabývají výrobou a distribucí zdravotnického zboží, léčiv, biotechnologií, zahrnují také poskytovatele zdravotní péče a zdravotních služeb. **Finanční společnosti** působí v sektoru finančních služeb, což zahrnuje bankovnictví, pojišťovnictví, správy investic, nemovitostí a dalších. Společnosti v sektoru **informačních technologií** se zabývají vývojem, výrobou a distribucí technologických produktů a služeb, včetně softwaru, hardwaru, polovodičů, IT poradenství a elektronických zařízení. V sektoru **komunikací** se společnosti zabývají se komunikačními a mediálními službami, včetně telekomunikací, jsou poskytovatelé kabelových a satelitních služeb, nebo zábavních a internetových služeb. Za **utility** se označují společnosti poskytující základní služby, jako je distribuce elektřiny, plynu a vody, jakož i další regulované služby. V **sektorů nemovitostí** můžeme nalézt společnosti zabývající se developmentem, správou a investicemi v oblasti nemovitostí, včetně realitních investičních trustů (REIT) a developerských firem (15).

Takto definované sektory umožňují investorům a analytikům hodnotit výkonnost a charakteristiky společností v podobných odvětvích, a následně vykonávat informovaná investiční rozhodnutí a porovnávat napříč společnostmi a sektory.

1.5 Vztah mezi inflací, úrokovými sazbami a aktivy

Inflaci chápeme jako růst cenové hladiny, tedy zvyšování cen zboží a statků za poklesu reálné kupní síly peněz. Jako vhodné řešení k uchování či dokonce navýšení reálných úspor se nabízí investování. Po několika letech historicky nízké inflace je tento jev aktuálně globálně významnou překážkou efektivnímu investování. Na základě publikace z univerzity Princeton, New Jersey, můžeme mezi lety 1900 a 2000 sledovat, že agregátně akcie (6,7 % p.a.), dluhopisy (1,6 % p.a.), a tzv. „*US treasuries*" (0,9 % p.a.), byly schopné dlouhodobě více než překonávat inflaci, přičemž akcie si vedly nejlépe. Pokud vycházíme z historických dat USA za posledních sto let tak zjistíme, že průměrná roční inflace činila 2,91 %. Na základě tohoto sledování je tedy z dlouhodobého hlediska komparativně vhodnější investovat do akcií, obzvlášť tedy v inflačním prostředí (16, s. 47).

Figure 4-2: Cumulative returns on US asset classes in real terms, 1900–2000



Obrázek č. 1: Reálná kumulativní návratnost aktiv v USA, 1900–2000

(Zdroj: 14, s. 47)

Z krátkodobého či střednědobého hlediska ovšem investování do akcií při inflaci není tak prosté. Jedním z hlavních nástrojů snižování inflace je zvyšování úrokových sazeb, což snižuje hodnotu aktiv a vytváří tlak na jejich prodej od investorů, kteří chtějí alokovat kapitál jinam. Zvýšení úrokových sazeb má tedy výrazný vliv na ceny akcií, i dlouhodobých fixních dluhopisů. Cena krátkodobých dluhopisů a dluhopisů s variabilním úrokem se pravděpodobně příliš nezmění (2, s. 120-123).

Cílem této práce sice není nalézt atraktivní příležitosti v rámci dluhopisů, které by mohly potenciálně být vhodným doplňkem do vyváženého a diverzifikovaného portfolia, ale na základě stanovených teoretických východisek určitě nelze budoucí zkoumání takových příležitostí v návaznosti na tuto práci zamítnout.

1.5 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza akcií je metoda stanovení vnitřní hodnoty akcií pomocí analýzy finančních a ekonomických faktorů, které ovlivňují výkon a vyhlídky společnosti. Tento typ analýzy zahrnuje studium finančních výkazů společnosti, jako je její rozvaha, výsledovka a výkaz peněžních toků, s cílem určit její finanční zdraví a potenciál růstu. Kromě finančních výkazů může fundamentální analýza zohledňovat také další kvalitativní faktory, jako je manažerský tým společnosti, konkurenční pozice v rámci jejího odvětví a její budoucí vyhlídky na růst. Analýzou těchto faktorů mohou investoři odhadnout budoucí ziskový potenciál společnosti a její schopnost generovat peněžní toky a vyplácet dividendy, což jim může pomoci činit informovaná investiční rozhodnutí (1, s. 55-58)

Fundamentální analýzu akcií obvykle používají dlouhodobí investoři, kteří se zajímají spíše o nákup akcií s potenciálem dlouhodobého zhodnocení kapitálu než o krátkodobé zisky. I když to není metoda bezchybná, tento typ analýzy může investorům poskytnout cenné poznatky o finančním zdraví společnosti a jejím budoucím vývoji (4, s. 74, 75).

1.5.1 Ukazatele

Vzhledem k určené definici investování budeme při výběrů akciových titulů klást zvláštní důraz nejen na výnosnost, ale také na faktory ovlivňující přiměřenou bezpečnost investovaného kapitálu. K jeho nenávratné ztrátě dochází obvykle v případě přeplacení za danou akcii, ten nastává v případě korekce nepřiměřeně vysoké ceny. Obvykle lze zde identifikovat nezdravý poměr výkonu a finančního zdraví společnosti vůči jejímu tržnímu ohodnocení. Případně může investor přijít o investovaný kapitál v situaci, kdy je sice ohodnocení odpovídající, ale společnost zkrachuje za finančně nepříznivých podmínek, a při likvidačním vyrovnávání závazků není investor kompenzován adekvátně.

Je pro nás klíčové, abychom se vyhnuli přeplacení za akcii, čímž bychom přímo zvyšovali šanci neúspěchu investiční operace. Základním a jednoduchým nástrojem k určení přiměřenosti ceny akcie jsou cenové ukazatele, které si vzápětí představíme.

1.5.1.1 P/E poměr

Ukazatel P/E je užitečným nástrojem k určení přiměřenosti ceny akcie. P/E nás efektivně informuje o tom, jak velké množství zisků připadá na jednu akcii společnosti. Alternativně si hodnotu P/E ukazatele můžeme vysvětlit jako počet let, za které společnost vydělá částku zaplacenou investorem za danou akcii (4, str. 159).

Ziskovost společnosti je obvykle důvodem změny ceny akcie a úzce souvisí s potřebou návratnosti. Analýzou příjmů společnosti můžeme pochopit jejich strukturu, a také identifikovat závažnost výjimečných položek ovlivňujících zisk (1, s. 407).

Po zvážení podstaty příjmu a případných mimořádných položek získáme přesnější zisk na akcii *EPS*, který následně zapojíme do P/E ukazatele. Ten nám pomůže získat lepší představu o vztahu mezi cenou akcie a ziskovostí společnosti.

$$P/E = \frac{Cena\ akcie}{Zisk\ na\ akcii}$$

Naopak nevýhodou tohoto ukazatele spočívá v ignorování dluhu, cash-flow, nebo jiných faktorů, které mohou mít velký dopad na celkové hodnocení. Za uspokojivý P/E ukazatel se obvykle považuje ten, jehož hodnota je nižší než 15, za atraktivní budeme považovat P/E ukazatel pod hodnotu 10. Společnost by také měla disponovat schopností zvyšovat svůj zisk, tedy za jinak neměnné situace hodnotu ukazatele snižovat skrz růst zisku na akcii. Je důležité rozlišit ovšem, zda se pouze nejedná o rychlejší tempo skupování akcií oproti pomalu klesajícímu zisku, v takovém případě se nemusí jednat o pro investora žádoucí situaci. Společnost s konstantně klesajícím ziskem je obvykle problém ocenit. P/E ukazatel je pro společnost poměrně jednoduché ovlivnit z toho pohledu, že zahrnuje i položky spojené s nákupem, či prodejem aktiv, nebo pro odvětví typické unikátní položky, kterými mohou být např. rezervy u bankovních společností. Proto je klíčové pro správné použití P/E ukazatele pochopit, které složky jej u dané firmy nejvíce ovlivňují (1, s. 408, 409).

1.5.1.2 P/B poměr

P/B ukazatel je používán k vyhodnocení přiměřenosti ceny vůči knižní hodnotě, která vychází z tzv. *shareholder equity*, tedy vlastní kapitál akcionářů, což jsou celková aktiva snížená o celková pasiva. S touto oblastí a souvisejícími cenovými ukazateli nám pomůže kniha *The Interpretation of Financial Statements*. Přiměřenost adekvátního ohodnocení společnosti vůči knižní hodnotě lze následně zjistit na základě nízké hodnoty ukazatele knižní hodnoty na akcii (5, s. 48, 49).

$$P/B = \frac{Cena\ akcie}{Knižní\ hodnota\ na\ akcii}$$

P/B ukazatel pod, či kolem hodnoty 2 se obvykle považuje za přiměřený. V rámci růstu hodnoty společnosti je důležitá také schopnost společnosti knižní hodnotu zvyšovat. K tomu nám může napovědět nižší hodnota ukazatele v rámci sledovaného období. Ovšem vyhledávání společností s extrémně nízkým P/B poměrem jakožto hlavním hnacím faktorem návratnosti není možné uskutečnit v rámci naší práce. Takové situace se označují jako hry na aktiva, tzv. *asset play*, a jejich výdělek na nich je obvykle podmíněn hlubším expertním vhledem, či přesné znalostí situace,

konkrétně v jakém stavu se aktiva firmy nacházejí a za jakou cenu mohou být potenciálně při likvidaci prodána (4, s. 113-116).

Vysoký P/B ukazatel nám tedy spíše naznačuje potenciální riziko přeplacení, opačná situace založená čistě na jeho nízké hodnotě se pro nás ale investiční příležitostí stát nemusí. P/B ukazatel se také používá často u finančních společností, kde je kvůli četným položkám ovlivňujících zisk ukazatel P/E méně užitečný. Zde samozřejmě narážíme na jiné problémy, např. knižní hodnota banky se odvíjí od cen jejích aktiv, což bývají mimo jiné hypotéky a cenné papíry, jejichž tržní hodnota se může dynamicky v čase měnit, čímž dospějeme k jiné knižní hodnotě. Tato problematika se samozřejmě může týkat i jiných firem, které bývají vystavovány situacím vyžadující zlikvidnění držených aktiv (1, s. 598).

1.5.1.3 P/S poměr

Poměr P/S (price-to-sales) je finanční metrika používaná k ocenění společnosti ve vztahu k jejím výnosům z prodeje. Vypočítá se vydělením aktuální tržní ceny společnosti za akcii jejím výnosem na akcii. Poměr P/S je podobný poměru P/E (price-to-earnings), ale jako jmenovatel používá tržby společnosti namísto jejích zisků. Tento poměr se často používá jako oceňovací metrika pro společnosti, které ještě nejsou ziskové, nebo pro společnosti v konkrétních odvětvích s vysokou úrovní kapitálových výdajů, které mohou dočasně snížit zisk (17, s. 520, 521).

$$P/S = \frac{Cena\ akcie}{Tržby\ na\ akcii}$$

Nízký poměr P/S může naznačovat, že společnost je podhodnocená vzhledem k jejím výnosům z prodeje, zatímco vysoký poměr P/S může naznačovat, že společnost je nadhodnocená. Měli bychom však být opatrní při použití tohoto poměru jako indikátoru atraktivní investice, protože nebere v úvahu faktory, jako je ziskovost, růst zisků nebo trendy v odvětví. V případě nízkého P/B, nebo P/E ukazatele je nám jasné, že si za investovaný dolar kupujeme velké množství vlastního kapitálu firmy, nebo jejíchž tržeb, což už samo o sobě je poměrně atraktivní nabídka. Pokud ovšem vážíme nízký P/S ukazatel, kupujeme si za jeden investovaný dolar velké množství tržeb, což má diskutabilní praktický užitek. Obvykle se pak objevuje myšlenka, že společnosti

stačí nepatrné zvýšení ceny na velkém množství prodávaných výrobků, které bude mít významný dopad na ziskovost. Ve většině případů ovšem firma čelí konkurenci, která společnosti zabraňuje tohoto mechanismu lehce využít. Celkově může být poměr P/S pro investory užitečným nástrojem, pokud se používá ve spojení s jinými finančními metrikami a kvalitativními faktory k posouzení investičního potenciálu společnosti, obzvláště v případech, kdy jsou ostatní ukazatele méně užitečné (17, s. 550).

1.5.2 Zadluženost

Korporátní dluh, tedy finance získané společností od věřitelů, obvykle nabírá formu dluhopisů, nebo úvěrů. Firmy se často uchylují k využití úročeného cizího kapitálu jako alternativa k emisi akcií k získání vlastního kapitálu. Zadlužování následně vede ke zvyšování pákového efektu, který může společnosti pomoci k růstu zisku, z pohledu investora se ale zvyšuje riziko investice. Zdali management smysluplně využívá cizí kapitál může být také jedním z předmětů zkoumání kvality managementu.

Hlavní otázkou pro nás v oblasti zadlužení se stává pokrytí dluhových plateb společností. Zde narážíme na koncept kapitálové přiměřenosti z hlediska dluhu, který se může pro různé typy společností lišit. Konkrétním příkladem pro nás mohou být utility, u kterých je vyšší hladina zadluženosti přijatelnější vzhledem k nevolatilní podstatě byznysu, a vyšší náklonnosti od státních regulátorů. Výše úroku a forma dluhu zde také hrají roli (2, s. 362).

Při vyhodnocování dluhové zátěže společnosti budeme vycházet z poznatků knihy *Security Analysis*, na základě které bychom měli očekávat v rámci bezpečné investice od firem z různých odvětví určité pokrytí úrokových plateb ze zisku. Konkrétně u společností veřejných utilit je minimální násobek krytí úroku 1,75x zisku, u železničních společností 2x zisku, a u ostatních průmyslových společností 3x zisku, přičemž obvykle sledované období stavu tohoto krytí je minimálně 5 let. Zde můžeme pozorovat myšlenku, že vzhledem k rozdílným povahám fungování firem je třeba nastavit odlišná kritéria (1, s. 147, 148).

V knize *Security Analysis* je tento způsob hodnocení pokrytí úroků popisován především v souvislosti s analýzou dluhopisů, ovšem pro účely této práce se kritéria hodí také, vzhledem k požadavku na výplatu dividendy u akciových titulů. Splněním konzervativního testu na úrokové krytí lze dospět k závěru, že dluh nepředstavuje významnou překážku pro výplatu dividendy, což zvyšuje atraktivnost investice. Při vyhodnocování bezpečnosti dluhopisů jsou hodnoty poskytnuté v knize dostačující, ovšem vzhledem k faktu, že úrokovým platbám v případě dluhopisů je obecně pro firmu jednodušší vyhovět v porovnání s výplatou dividendy, kritéria u vyhodnocení akcie vyžadují by měly být přísnější. Další oblastí v otázce kapitálové přiměřenosti může být také poměr cizího kapitálu a tržní kapitalizace (1, s. 151).

1.5.3 Management

Pod managementem společnosti rozumíme jednotlivce nebo tým zodpovědný za vedení a dohled nad operacemi a aktivitami firmy. To zahrnuje stanovování cílů a záměrů, vykonávání strategických rozhodnutí, přidělování zdrojů, řízení zaměstnanců a zajišťování efektivního chodu společnosti. Manažerský tým ve většině případů zahrnuje vedoucí pracovníky, obvykle např. CEO (výkonný ředitel), COO (výkonný ředitel), CFO (finanční ředitel) a CMO (hlavní marketingový ředitel). Jsou zodpovědní za rozhodnutí, která ovlivňují celkový směr a výkonnost společnosti, přičemž se zodpovídají představenstvu společnosti a jejím akcionářům.

K ověření kvality managementu můžeme analyzovat dlouhodobé trendy vývoje ziskovosti, stavu zadluženosti, nebo jiných metrik v rámci výročních zpráv, jež mohou odrážet schopnost managementu zodpovědně vést firmu. V takových situacích je ovšem nutné uplatnit také selský rozum a zkušenost, jelikož některé externí faktory, které mohou mít významný vliv na výkon firmy management ovlivnit nemůže. Naopak neefektivní rozdělení zdrojů už vinou managementu být může (6, s. 58-60).

Další hlavní oblastí posouzení schopností managementu je akviziční činnost. Firmy s dostatkem financování se často uchylují ke skoupení konkurenčních společností k vytvoření výhodnějšího postavení, pokud to tedy anti-monopolní

zákony v dané umožňují. Společnosti provádějící efektivní akvizice jsou schopné zvyšovat zisk a zodpovědně zvyšovat hodnotu firmy, v takových případech bývá návratnost pro investora vysoká. Problémů s používáním tohoto přístupu je ovšem několik. První nevýhodou je obvykle nedostatek dat, v případě akvizice soukromé firmy nemusí být pro akcionáře dostupná relevantní data k náležitému průzkumu situace. Dalším faktorem je čas, efektivnost akvizic se často prokáže až po delší době, tedy je potřebná nějaká historie akvizic k řádnému vyhodnocení schopností managementu. Za dobré akvizice se dají považovat takové, kdy společnost provádí akvizici za cenu s nízkým přepočtem na násobek EBITDA kupované firmy, ta by také měla mít jistou synergii s kupující společnosti. Cena kupované firmy je uspokojující při 10x jejího EBITDA, což lze považovat za obecně průměrnou cenu akvizice veřejně obchodovaných společností v různých odvětvích. V případech, kdy je akvírována společnost s naprosto odlišným zaměřením, tedy s absencí synergie, často není management schopen tuto akvizici plně zužitkovat (4, s. 142-146).

Vypovídající schopnost má také informace o tzv. *Insider ownership*, tedy vlastnictví akcií společnosti jejím managementem. V případě, kdy management drží vyšší procent akcií firmy je větší šance společných zájmů se zájmy akcionáře (4, s. 131, 132).

1.5.4 Návratnost

Akcie finančně zdravé a výdělečné společnosti s uspokojivými ukazateli můžeme tedy považovat za vhodného kandidáta do investičního portfolia. Důležité pro investora v tento okamžik je vyhodnotit, jakým způsobem se pro něj investice do akcií takové společnosti stane výnosnou. Patrně se bude poohlížet po návratnosti skrz vyplácení dividend, zpětný odkup akcií samotnou společností, nebo organický růst hodnoty akcie skrz zvyšující se hodnotu společnosti. Pravidelné vyplácení dividend je jedním z nejjednodušších způsobů navrácení hodnoty akcionářům. Vychází ze základního předpokladu, že i akcionář potřebuje peníze k životu. Při posuzování komplexního problému vyplácení dividend zaujmeme stanovisko takové, že pokud při posuzování kapacity managementu společnosti nebudeme jednoznačně

přesvědčeni o jeho schopnosti reinvestovat zisky do společnosti efektivně, je vyplácení značné dividendy nutné pro zaručení uspokojivé návratnosti. V knize *Security Analysis* je část komentující fakt, že z historie si lze povšimnout časté tendence managementu nevyužívat nadměrné zadržené zisky na sto procent ve prospěch akcionáře (1, s. 393-398).

Velice pozitivní okolností je případ, kdy společnost vyplácí dividendy již mnoho let po sobě nepřerušovaně, přičemž se dividendy také zvyšovaly. Zde nás také zajímá výplatní poměr společnosti vyjadřující velikost podílu na zisku vyplaceném formou dividend, tento ukazatel by měl být ideálně nízký. Pravidelná a dlouholetá výplata dividendy patří spolu s dostatečnou ziskovostí mezi základní předpoklady při praktikování defenzivního investování (1, s. 376-381).

1.6 Typy společností v závislosti na velikosti a růstu

Vzhledem k velikosti a tempu růstu můžeme rozdělovat obchodované společnosti do šesti základních kategorií: pomalu rostoucí, *stalwart*, rychle rostoucí, cyklické, hra na aktiva, a *turnaround* (4, s. 97).

Pomalu rostoucí společnosti mají relativně stabilní, ale pomalu rostoucí tržby a příjmy. Tyto společnosti obvykle působí ve vyspělých odvětvích s omezenými vyhlídkami na růst. Zaměřují se spíše na udržení své pozice na trhu a generování konzistentních peněžních toků než na agresivní expanzi (4, s. 98, 99).

Stalwarts, také známé jako blue-chip společnosti, jsou velké, dobře zavedené společnosti, které mají historii stabilních příjmů a obvykle i výplat dividend. Jsou často lídry ve svých odvětvích a mají silnou konkurenční výhodu. *Stalwarts* jsou známí svou odolností a schopností odolávat ekonomickým poklesům. (4, s. 99, 100, 104).

Rychle rostoucí jsou přirozeně společnosti, které zažívají rychlý růst výnosů a zisků. Tyto společnosti často působí v dynamických odvětvích s vysokou poptávkou a inovativními produkty nebo službami. Rychle rostoucí společnosti mohou své zisky

reinvestovat do financování další expanze nebo akvizic, aby si udrželi svou růstovou trajektorii (4, s. 106, 107).

Cyklické společnosti jsou vysoce citlivé na změny v celkové ekonomice. Jejich výnosy a výnosy mají tendenci kolísat v souladu s hospodářským cyklem. Příklady cyklických odvětví zahrnují automobily, stavebnictví a zboží dlouhodobé spotřeby. Během hospodářského vzestupu mohou cyklické společnosti zaznamenat silný růst, zatímco během poklesu strádají. (4, s. 107, 108).

Hra na aktiva, anglicky *asset play*, je typ společnosti, které jsou podhodnocené především z hlediska hodnoty aktiv. Tato aktiva mohou zahrnovat nemovitosti, přírodní zdroje, patenty nebo duševní vlastnictví. Investoři mohou v těchto aktivech vidět potenciální hodnotu a domnívat se, že jejich tržní hodnota neodráží jejich skutečnou hodnotu. Cílem investování do hry na aktiva je vydělat na případném zhodnocení podkladových aktiv (4, s. 113-116).

Turnaround společnosti jsou podniky zaměřené na obrat, které si vedou špatně nebo čelí finanční tísni, ale vykazují potenciál pro zotavení. Tyto společnosti často procházejí významnou restrukturalizací, opatřeními ke snížení nákladů nebo strategickými změnami s cílem zlepšit svou finanční pozici a vrátit se k ziskovosti. Investice do obratů zahrnuje vyšší riziko, ale v případě úspěchu může nabídnout značné výnosy. (4, s. 111-113).

Je důležité poznamenat, že tyto kategorie se vzájemně nevylučují a společnost může vykazovat vlastnosti více typů v závislosti na své fázi vývoje a tržních podmínkách.

1.7 Bodovací metoda mezipodnikového srovnání

Užitečným nástrojem komparativního vyhodnocení mezi společnostmi navzájem je bodovací metoda mezipodnikového srovnání, jejíž princip je založen na přiřazení váhy jednotlivým ukazatelům, či parametrům, a následně seřazení zkoumaných firem na základě přínosnosti součtu daných ukazatelů. Bodovací metoda konkrétně využívá větší množství ukazatelů k vyjádření hodnoty podniku, v porovnání s jedno – kriteriálními metodami (10, s. 61-65).

Prvním krokem při použití bodovací metody je přiřazení 100 bodů společnosti s nejvíce uspokojivou hodnotou v daném ukazateli, následně u zbývajících firem doplníme do matice dle poměru absolutních hodnot číselný výsledek s využitím následujících vzorců:

V případě žádané vyšší hodnoty ukazatele (+1):

$$b_{ij} = \frac{x_{ij}}{x_{i,max}} \times 100$$

V případě nižší žádané hodnoty ukazatele (-1):

$$b_{ij} = \frac{x_{i,min}}{x_{ij}} \times 100$$

, přičemž

b_{ij} je bodové hodnocení společnosti *i* pro ukazatel *j,*

x_{ij} je hodnota ukazatele *j* v podniku *i*,

$x_{i,max}$ je nejvíce uspokojující hodnota ukazatele, jíž bylo přiděleno 100 bodů v případě žádané vyšší hodnoty.

$x_{i,min}$ je nejvíce uspokojující hodnota ukazatele, jíž bylo přiděleno 100 bodů v případě žádané nižší hodnoty (3, s. 296).

Při zapisování výsledků do matice je potřeba určit charakter ukazatelů, který určujeme v případě požadování vyšší hodnoty ukazatele jako (+1), a v případě požadované nižší hodnoty jako (-1) (10, s. 65).

1.8 Vymezení ETF fondu

ETF, neboli burzovně obchodovaný fond, je investiční fond obchodovaný na burzách podobně jako akciové tituly. Je navržen tak, aby sledoval výkon konkrétního indexu, sektoru, komodity nebo třídy aktiv, nebo může vlastnit aktiva jako běžný

podílový fond. ETF poskytuje investorům expozici vůči diverzifikovanému portfoliu aktiv, jako jsou akcie, dluhopisy nebo komodity, což potenciálně snižuje riziko ve srovnání s investováním do jednotlivých cenných papírů (12, s. 301).

Další z klíčových výhod ETF je možnost jej nakupovat a prodávat během obchodního dne za tržní ceny, stejně jako jednotlivé akcie, což investorům umožňuje realizovat různé investiční strategie, jako je dlouhodobé investování, krátkodobé obchodování nebo zajišťovací pozice. Dále je tato likvidita atraktivní pro investory, kteří oceňují flexibilitu. Kromě toho mají ETF obecně nižší poměr nákladů ve srovnání s podílovými fondy a k provedení investice není vyžadována vysoká peněžní částka (12, s. 301-303)

2 Výběr akciových titulů

V této části diplomové práce si představíme fond zaměřený na hodnotové investice do akciových titulů odpovídajících společností. Dále zde budou uvedena kritéria, jejichž splnění požaduje management fondu pro posouzení akcie k zařazení do portfolia.

2.1 Statut fondu

Název fondu: US Value Diversified ETF

Právní forma: ETF fond

Sídlo: New York, USA

Referenční měna: USD

Doba, na kterou je fond vytvořen: neurčitá

Minimální výše investice: 1 USD

Rating u 5 bodové risk/reward škály: 4

Poměrový ukazatel nákladů: 0,04 %

Zaměření ETF fondu: tematický fond zaměřený na hodnotové akciové investice opírající se o nízké hodnoty cenových ukazatelů, které přinášejí investorovi návratnost přes výplaty dividend, zpětné odkupy, a organický růst hodnoty společnosti

Omezení fondu: investice do konkrétního akciového titulu nesmí překročit limit 20 % celkového finančního objemu fondu, zároveň není možné investovat do jedné akciové společnosti méně než 1 % z celkových svěřených prostředků

2.2 Investiční strategie managementu fondu

ETF fond praktikuje aktivní strategii při výběru akcií a nekopíruje žádný konkrétní index. Jedná se o tematický, sektorově diverzifikovaný fond, zaměřující se

na střední až větší investice do amerických hodnotových akcií, který se snaží dlouhodobě přinášet investorům uspokojující míru návratnosti za podmínek vyhýbání se riziku růstových společností. Klíčové podmínky pro akcie vybrané do portfolia fondu jsou výplata dividendy, nebo odkupy akcií prováděné společností, dostatečně nízké hodnoty cenových ukazatelů, a dostatečná velikost firmy z hlediska tržní kapitalizace. V případě obdržených dividend fond tyto prostředky reinvestuje do již vybraných titulů.

2.2.1 Kritéria k výběru akciových titulů

Požadavkem vedení ETF fondu je nalezení dvou akciových titulů v rámci každého z vybraných sektorů, ze kterých bude sestaveno a vyhodnoceno portfolio, přičemž management fondu shledává sektory komunikačních služeb, základních materiálů, energetický sektor a sektor zdravotnictví a farmaceutik jako atraktivní pro takový výběr titulů.

Deskriptivní a fundamentální kritéria pro výběr perspektivních akciových titulů jsou následující:

- Obchodováno na NYSE
- Společnost z USA
- Náležitost k jednomu z vybraných sektorů
- Tržní kapitalizace větší než 2 mld. USD
- P/E ukazatel menší než 15
- P/B ukazatel menší než 3
- P/S ukazatel menší než 3
- Dividendový výnos vyšší než 2 %.

2.2.2 Počáteční výběr titulů

Na základě stanovených kritérií bylo vybráno 8 akcií společností z daných sektorů, jimiž jsou: Verizon, AT&T, Huntsman, Celanese, Chevron, Exxon, Pfizer, a Viatris.

Datum pro vyhodnocení splnění ukazatelů u konkrétní firmy se vztahuje k datu vydání poslední zprávy ke konci roku 2022, obvykle se tedy jedná o říjnový či listopadový Q3 report.

Tabulka č. 1: Výběr akciových titulů dle kritérií

	P/E	P/B	P/S	Dividendový výnos	Tržní kapitalizace (mld. USD)	Sektor
Verizon	8,15	1,69	1,12	7,3 %	150	Komunikační služby
AT&T	6,2	0,85	1,13	6,6 %	120	Komunikační služby
Huntsman	4,5	1,17	0,6	3,51 %	5	Základní materiály
Celanese	9,81	1,81	1,01	2,62 %	10,3	Základní materiály
Chevron	8,04	1,71	1,15	3,6 %	263	Energetika
Exxon	8,25	2,21	1,12	3,2 %	454	Energetika
Pfizer	8,27	2,6	2,46	3,4 %	242,2	Zdravotnictví
Viatris	12,91	0,54	0,62	4,3 %	13,3	Zdravotnictví

(Zdroj: Vlastní zpracování)

3 Analýza problému a současné situace

Nyní provedeme analýzy firem, vybraných na základě vhodnosti ukazatelů. Firmy budeme posuzovat z hlediska cenové adekvátnosti dle zisku a ukazatelů P/E, P/B a P/S, které jsme probrali v teoretické části. Dále posoudíme schopnost společnosti zvládat úrokové platby a popřípadě nárůst zadlužení v případě významných situací. Následně vyhodnotíme, zda management společnosti využívá zisk optimálně za účelem návratnosti akcionáři. Popřípadě jak prováděním akvizic zajišťuje organický růst hodnoty firmy, a tím zvyšuje hodnotu naší investice. Závěrem budeme detailně analyzovat způsob, jakou formou se zisky společnosti promítnou do návratnosti, přičemž se zaměříme primárně na oblasti výplaty dividendy a zpětných odkupů akcií.

3.1 Komunikační služby – Verizon Communications (VZ)

Tabulka č. 2: Fundamentální analýza VZ

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	56,2	61,4	58,8	52,3	35,7
P/E	12,03	11,11	12,03	8,95	8,15
P/B	3,43	3,4	3,08	2,41	1,69
P/S	1,43	1,62	1,67	1,48	1,12
EBITDA/ úrok dluhu	6,6x	6,3x	7,0x	10,5x	8,42x
Dividenda (%)	4,2 %	4 %	4,2 %	4,9 %	7,3 %
Odkup akcií	-1,1 %	-0,2 %	0 %	-0,2 %	-1,3 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 2: Logo Verizon Communications

(Zdroj: Verizon, 2023)

Verizon Communications Inc., do roku 2000 známá jako Bell Atlantic, je telekomunikační společností poskytující bezdrátové telefonní, datové a internetové služby v USA pro skoro 143 milionů zákazníků. Převážná část příjmů je tvořena *Consumer* segmentem, ve kterém Verizon uspokojuje potřeby individuálních zákazníků a domácností. Zhruba čtvrtinovou složkou příjmu tvoří *Business* segment, jenž uspokojuje potřeby firem. V případě této společnosti vycházíme z dat za posledních 5 let, včetně poslední čtvrtletní zprávy vydané 21.10.2022.

3.1.2 Verizon – P/E a P/S

K uchopení vývoje a relativní stability zisku přispívajícího k P/E ukazateli si rozebereme jednotlivé složky příjmu Verizonu více detailně. Verizon je jedním z největších bezdrátových operátorů ve Spojených státech, který poskytuje služby kolem 143 mil. zákazníků. Hlavní činností v rámci operací je nabízení služeb jednotlivým zákazníkům a firmám. Zákazníci platí za své bezdrátové tarify měsíční poplatky, které zahrnují náklady na hlasové hovory, textové zprávy a využití dat. Dále Verizon také nabízí pevné linky, včetně pevných telefonních, internetových a televizních služeb. Tyto služby jsou poskytovány rezidenčním i firemním zákazníkům. Společnost účtuje poplatky za měsíční předplatné a používání v závislosti na vybraných balíčcích služeb. Menší segment příjmu také zahrnuje prodej mobilních zařízení, např. chytrých telefonů, tabletů, a ostatního příslušenství. V poslední řadě Verizon slouží podnikovým zákazníkům nabídkou řady služeb, včetně síťových řešení, cloud computingu, správních služeb, kybernetické

bezpečnosti a komunikačních nástrojů. Tyto služby jsou přizpůsobeny potřebám podniků a generují příjmy prostřednictvím servisních smluv a průběžných předplatných.

Tyto různé druhy služeb jsou rozděleny do několika segmentů, jejich oficiální názvy jsou *Consumer* segment, který tvoří cca. 76% zisku, a *Business* segment, který tvoří zbytek. Vzhledem k velikosti segmentu spotřebitele je pak pochopitelné, že jednou z nejvíce sledovaných metrik je u společnosti Verizon např. čistý přírůst zákazníků telefonních služeb. Stabilní byznys model dává tedy i relativně stabilní P/E ukazatel, jehož hodnota se snížila v posledních letech primárně kvůli cenovému posunu akcie. Aktuálně je P/E na uspokojivé hodnotě 8,15, což pro nás činí akcii poměrně atraktivní. Také z hlediska ukazatele P/S na hodnotě 1,12 není akcie předražená, což je pro nás určitě pozitivní okolnost (17) (18).

3.1.3 Verizon – P/B a zadluženost

Při množství emitovaných akcií ve výši 4,204 miliard a knižní hodnotě na akcii 21,12, P/B ukazatel 1,69 bezpečně splňuje naše požadavky.

Verizon je společnost, jejíž podstata fungování se opírá o nominálně vysoké zadlužení, jehož existenci je nutné si uvědomit. Naštěstí má Verizon komparativně nízké úroky oproti ostatním telekomunikačním společnostem v USA a EBITDA pokryje úrokové platby 8.42x, dluh tedy aktuálně nepředstavuje problém pro výplatu dividendy, a vzhledem k fázi dokončování investic do 5G sítě, která byla důvodem k významnému zvýšení dluhu v posledních letech, se jeho další nárůst alespoň krátkodobě nepředpokládá. (17).

V neposlední řadě si můžeme povšimnout dlouhodobě stabilního růstu knižní hodnoty společnosti od roku 2013, a krátkodobě lehce klesajícího dluhu, což jsou pro nás pozitivní faktory v rámci hodnocení finančního zdraví společnosti.

3.1.4 Verizon – Management

CEO Verizonu je nyní Hans Vestberg, jehož celkové kompenzace jsou oproti ředitelům konkurenčních firem ATT a T-mobile US nižší, což je pro nás klad. Pokud ovšem z výkonnostního hlediska akcie porovnáme rostoucí plat Hanse Vestberga s historicky nižší cenou akcie Verizonu, tak je obtížné dojít k závěru, že je CEO odměňován za kvalitní vedení společnosti. Otázku férového hodnocení managementu tedy uzavřeme s neutrálním stanoviskem, vzhledem ke smíšeným okolnostem.

V rámci akvizic můžeme posoudit pouze jediný případ, jenž se udál za jeho působení, což je akvizice firmy TracFone za 8 mld. USD, která dosáhla v roce 2019 EBITDA ve výši 646 mil. USD. Akvizice za 12,3x násobek EBITDA lze obecně řadit spíš mezi průměrnější a méně efektivní investice. Odmítáme závěr, že by byla nejsilnější stránka managementu vyhledávání lukrativních akvizičních příležitostí. Zároveň ale víme, že zisk po vyplacení dividendy bude zhodnocen, ačkoliv ne optimálně (22) (23).

3.1.5 Verizon – Návratnost

Primární způsob zaručení návratnosti akcionářům je u Verizonu přes 7,3 % dividendu, jenž představuje výplatu 56 % ze zisku. Dividenda byla již 16 let po sobě pravidelně vyplácena a zvyšována. Management aktuálně vede politiku zvyšování dividendy každý o rok zhruba 2,5 % oproti nominální výši a vzhledem k výplatnímu poměru je stále prostor ke zvyšování (24).

Je zřejmé, že zbytek zisku má v rámci návratnosti pro akcionáře menší hodnotu oproti výplatě dividendy. Management zpětný odkup akcií neprovádí, zbytek zisku se pravděpodobně využije ke snížení dluhu, což jsme mohli zaznamenat minulý rok. Vzhledem k povaze dluhu ovšem tento způsob využití zisku není příliš efektivní z hlediska návratnosti. Je obtížné vyhodnotit efektivnost zbylých zisků nevyplacených formou dividendy, ale za předpokladu nižší efektivnosti můžeme

očekávat organický růst skrz růst hodnoty společnosti, ovšem v porovnání s významem dividendy zanedbatelný.

3.2 Komunikační služby – AT&T (T)

Tabulka č. 3: Fundamentální analýza AT&T

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	30,31	38,16	28,59	24,25	16,74
P/E	10,6	20,2	-	8,8	6,2
P/B	0,86	0,78	0,74	0,66	0,85
P/S	0,63	0,97	0,94	1,19	1,13
EBITDA/ úrok dluhu	4,13x	3,19x	0,64x	4,91x	2,2x
Dividenda (%)	6,6 %	5,3 %	7,2 %	8,5 %	6,6 %
Odkup akcií	- 10 %	- 8 %	- 1,6 %	-0,5 %	-1,1 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 3: Logo AT&T

Zdroj: (AT&T, 2022)

AT&T je nadnárodní telekomunikační společnost, která poskytuje širokou škálu komunikačních služeb podnikům a spotřebitelům po celém světě. Byla založena v roce 1983 a sídlí v Dallasu, Texas, USA. Konkurenci pro ni představují především firmy

Verizon a T-Mobile US. Zpočátku byla společnost AT&T známá pro svou dálkovou telefonní službu, ale v průběhu let rozšířila svou nabídku o bezdrátové služby, internetové služby, televizní služby a další. Segment Komunikace společnosti AT&T poskytuje bezdrátové služby, hlasové služby, datové služby a video služby zákazníkům ve Spojených státech a v Mexiku. Provozuje jednu z největších bezdrátových sítí a ve vybraných městech nabízí také možnosti využití 5G připojení. Do počátku roku 2022 AT&T vlastnilo dceřinou společnost WarnerMedia, jenž provozovala značky typu HBO, CNN atd. Společnost se ale rozhodla oddělit tuto část od hlavního byznysu a rozhodla se od 11.4.2022 pro spin-off, WarnerMedia tedy už není součástí AT&T.

V případě firmy AT&T budeme vycházet z výročních zpráv za posledních 5 let, včetně kvartální zprávy k datu 20. října 2022.

3.2.1 P/E a P/S

Příjem firmy AT&T, stejně jako v případě Verizonu, je primárně tvořen platbami za mobilní služby, ovšem rozdíl spočívá ve větší koncentraci na tento konkrétní typ příjmu, AT&T nediverzifikuje do ostatních segmentů (např. business), ale soustředí se primárně na spotřebitelský segment. Zaujímá na trhu oproti Verizonu v podstatě pozici low-cost, budget-friendly poskytovatele. Volba takové strategie ovšem v tomto případě způsobuje nižší ziskové marže pro AT&T, a působí i další problémy, např. vyšší počet oddálených plateb za služby, kvůli cílení na skromnější typ zákazníka.

Můžeme pozorovat, že v roce 2020 nedosáhlo AT&T ziskovosti a TTM ke konci 2022 také nebyly výsledky příliš uspokojivé. Okolnosti roku 2020 samozřejmě můžeme vyložit jako tzv. *Black Swan* event, tedy nepředvídatelné události, kterým se některé typy firem mohly jen obtížně bránit, ovšem v případě společnosti AT&T tento argument není příliš přesvědčivý. Investice do společností typu AT&T je obvykle opodstatněna defenzivním a stabilním charakterem firmy, které telekomunikační firmy obvykle poskytují, tudíž selhání dosáhnutí ziskovosti za rok 2020 je pro nás opravdu varovným signálem. Nebýt této skutečnosti, tak za rok 2019 a za posledních 12 měsíců ke konci 2022, tak je P/E ukazatel na uspokojivých hodnotách (25) (26).

Co se týče P/S ukazatele, můžeme skoro zdvojnásobení hodnoty oproti roku 2018 považovat za postupně se zhoršující podmínky byznysu. Je ovšem nutno podotknout, že v obou případech jsou hodnoty uspokojivé.

3.2.2 P/B a zadluženost

AT&T operuje na bázi vyššího zadlužení kvůli podstatě byznysu. Telekomunikační společnosti obvykle potřebují významné finanční zdroje k zakoupení licencí na provoz bezdrátových komunikačních služeb a AT&T není žádnou výjimkou. Dluh v tomto případě představuje o něco větší problém než u podobné společnosti Verizon, obzvláště pokud se podíváme na krytí úroku z EBITDA. Tento parametr za sledované období jednou klesl pod minimální hranici 1, což efektivně znamená minimálně krátkodobou neschopnost firmy dostávat svým úrokovým závazkům, což je významným varovným signálem nejen z hlediska dividendových plateb. V letech 2018, 2019 a 2021 se sice úrokové krytí pohybovalo kolem 4x, čímž naše investice splnila podmínky v případě veřejných utilit. Zařazení AT&T mezi novodobé veřejné utility lze lehce obhájit, ovšem i v takovém případě splňuje naše požadavky úrokové krytí velice těsně, což není charakteristické pro příznivou hodnotovou investici (25) (26).

Pokud se podíváme na knižní hodnotu blíže, tak zjistíme, že se AT&T prodával za sledované období pokaždé s mírným diskontem vůči knižní hodnotě, což může odrážet slevu požadovanou např. kvůli nižšímu úrokovému krytí, či neschopnosti dosáhnout zisku v konkrétních letech. Zároveň zjistíme, že P/B ukazatel se pohybuje na podobných hodnotách jak v roce 2018, zatím co cena akcie klesla skoro na polovinu. Můžeme tedy sledovat významnější pokles ve vlastním kapitálu náležícím akcionářům, příčina bude pravděpodobně v souvislosti se spin-off WarnerMedia.

3.2.3 Management

Z hlediska vyhodnocení managementu prostřednictvím akvizic zde bude podstatné zkoumat akvizici WarnerMedia z roku 2018, která podstoupila v dubnu 2022 spin-off, čímž se jí firma AT&T po relativně krátké době zbavila. Management se pustil

do akvizice firmy působící v oboru mimo jeho expertízu, což management i otevřeně přiznal. Výše ohodnocení transakce při ohlášení akvizice byla 109 mld. USD, přičemž cena spin-off byla efektivně kolem 62 mld. USD. Management tedy akvizicí provedenou mimo rámec kompetencí připravil akcionáře o hodnotu ve výši 47 mld. USD, což představuje zisk z cca. 2–3 let běžného chodu firmy (31).

CEO firmy AT&T je od roku 2020 John T. Stankey, je tedy zodpovědný za spin-off WarnerMedia, ovšem ne za jeho akvizici. Jeho přístup ke společnosti je založený na filozofii zjednodušování a koncentrace byznysu na jednu oblast, ve které se jí daří, což bývá u managementu klad, jelikož se drží svého okruhu kompetencí. Pokud bude AT&T zaměřovat své zdroje čistě na zdokonalení svého působení v *consumer* segmentu, lze očekávat dlouhodobě pozitivní výsledky, ovšem katastrofální neúspěch související s akvizicí WarnerMedia lze jen obtížně přehlédnout (32).

3.2.4 Návratnost

Hlavním a takřka jediným hnacím faktorem návratnosti u AT&T je pravidelná dividenda, která činí ke konci sledovaného období 6,6 % s výplatním poměrem kolem 44 %. Kladným faktorem je tedy uspokojivě nízký výplatní poměr, který činí dividendu jistější v budoucnu, ovšem při pohledu do historie vyplácení dividend zjistíme, že nominální výše dividendy byla zmenšena v souvislosti se spin-off operací, tudíž její „bezpečí“ je v tomto případě relativní.

Efektivnost využití zbylého zisku je také otázkou, jelikož si můžeme všimnou lehkého každoročního nárůstu množství akcií, což naznačuje preferenci managementu využívat akcie jako zdroj financí, zatím co zbytek zisku proudí do splátek dluhu, jehož má společnost vzhledem k podstatě poměrně hodně. Nevidíme zde žádné další organické tvoření hodnoty pro akcionáře, tudíž s další návratností mimo dividendu počítat nebudeme (28).

3.3 Základní materiály – Huntsman Corporation (HUN)

Tabulka č. 4: Fundamentální analýza HUN

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	17,03	21,95	23,63	33,63	24,15
P/E	12,71	8,96	5,09	7,09	4,5
P/B	1,44	1,74	1,42	1,58	1,17
P/S	0,54	0,75	0,97	0,97	0,6
EBITDA/ úrok dluhu	10,09x	7,6x	7,5x	20x	23,21x
Dividenda (%)	3,81 %	2,91 %	2,75 %	2,23 %	3,51 %
Odkup akcií	0,8 %	4,5 %	3,9 %	0,5 %	8,1 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 4: Logo Huntsman Corporation

(Zdroj: Huntsman, 2022)

Huntsman Corp. je americká mezinárodní společnost zabývající se výrobou a prodejem široké řady specializovaných chemických produktů. Provozuje 69 výrobních lokalit v Americe, Evropě, Asii, a na Blízkém východě. Operuje ve třech hlavních segmentech: Polyuretany, *Performance Products*, a *Advanced Materials*.

Odprodej čtvrtého segmentu *Textile Effects* byl oznámen 9.7.2022 a společnost aktuálně pracuje na finalizaci prodeje (34) (35).

U této společnosti budeme vycházet z nejaktuálnějších informací čtvrtletní zprávy z Q3 2022, vydané 30.9.2022 a dat za posledních 5 let.

3.3.1 P/E a P/S

Nejvýznamnějším segmentem pro společnost Huntsman je oddělení polyuretanů, tvořící cca 65 % celkového zisku. Pro ziskovost firmy je tedy klíčový úspěch primárně této části byznysu. Polyuretany jsou hojně využívány především pro termoizolační účely ve střechách bydlení, podlahách, a interiérech obecně, tedy existuje zde příležitost mimo jiné z hlediska aktuálně široce řešené otázky energetických úspor.

Díky vysoké ziskovost si můžeme povšimnout nízké hodnoty P/E ukazatele 4,5, díky které vypadá investice do akcií velice atraktivně. Můžeme si také povšimnout výkyvů v tomto ukazateli, což je lehce vysvětlitelné cyklickou povahou daného odvětví. I přesto je P/E na příjemných hodnotách za celé sledované období. Dalším atraktivním faktem je poměrně nízká hodnota P/S ukazatele, které je kromě roku 2018 na nejnižší hodnotě za sledované období (34) (35).

3.3.2 P/B a zadluženost

Ve sledovaném období se knižní hodnota na akcii měnila, což je způsobeno primárně dynamickým vývojem společnosti s aktivním managementem. Je to tedy jeden z údajů, který je třeba průběžně sledovat a jeho změny vyhodnocovat pro danou situaci. Aktuálně lze akcii nakoupit s nejnižší hodnotou P/B za sledované období, což je také rozhodně klad. Cena akcie je o několik desítek procent výš oproti roku 2018, ovšem P/B ukazatel je nižší, což nám může něco říci o schopnostech managementu zvyšovat knižní hodnotu a patrně reinvestovat prostředky zpět do firmy, tedy organicky zvyšovat návratnost akcionáři, to je také významné pozitivum.

EBITDA pokrývá dluhové zatížení 23,21x, tedy úrokové platby nepředstavují pro společnost problém a společnost je z tohoto úhlu pohledu ve výborném stavu. Nízký P/B ukazatel a velice konzervativní zadlužení jsou jednoznačně pozitivní faktory (34) (35).

3.3.3 Management

CEO společnosti je Peter R. Huntsman, již od roku 2000. Můžeme si tedy povšimnout, že na úspěchu firmy má zájem stále zakladatelská rodina, což může být pro nás silným pozitivem z důvodu osobní vazby k firmě, kterou by mohl běžný CEO postrádat. Jeho celková roční kompenzace je 14 mil. USD, z čehož 8 mil. USD bylo formou akcií. Výše celkové kompenzace se blíží kompenzacím managementů společností s tržní kapitalizací nad 100 mld. USD dolarů, mezi které Huntsman Corp. s kapitalizací 5.7 mld. USD nepatří. Vyšší plat Peter R. Huntsmana tedy vidíme spíše jako zápor (34).

Pod aktuálním CEO bylo v posledních letech učiněno několik akvizic, konkrétně akvizice společnosti Gabriel Performance Products (2021) za cca. 8x EBITDA, společnosti CVC Thermoset Specialties (2020) za cca. 7 - 8x EBITDA, a společnosti Icynene-Lapolla (2019) za cca. 7x EBITDA. Akvizice byly provedeny z důvodu vysoké synergie s hlavními segmenty společnosti a dostatečně nízké akviziční ceny. Management tedy provádí dobré akvizice za lukrativní ceny, které jsou v rámci jeho kompetencí a přispějí pozitivně do produktového mixu společnosti. Schopnost provádět akvizice je pro nás významným kladem a důležitým faktorem budoucí návratnosti v rámci investice (36) (37) (38).

3.3.4 Návratnost

Huntsman Corp. vyplácí roční dividendu v aktuální výši 3,51 % s výplatním poměrem 30 %, zbývá tedy většina zisku k dalším operacím a další vyplácení dividendy můžeme považovat za bezpečné a vysoce pravděpodobné, mimo jiné díky dlouhé výplatní historii. Společnost v minulých letech uskutečnila zpětné odkoupení

akcií, přičemž zredukovala množství akcií z 243 mil. v roce 2015 na aktuálních 199 milionů, tedy zatím o celkem 18 %, tj. zhruba 2,25 % ročně.

Můžeme tedy očekávat návratnost kombinací dividendy a zvyšování hodnoty akcie formou odkupu. Poslední složkou návratnosti je organické zvyšování hodnoty společnosti prostřednictvím reinvestování zisku a provádění akvizic (viz. 3.3.3.). Tyto faktory mohou zvýšit návratnost, např. prostřednictvím vyšších budoucích odkupů akcií. Je pravděpodobné, že při růstu zisků se zvýší i zájem o dané akcie, které se následně mohou obchodovat na vyšší ceně, ale není to spolehlivý předpoklad. Navíc prodej akcií úspěšných společností kvůli mírnému krátkodobému růstu ceny není konzistentní s naším cílem dlouhodobého zhodnocování.

Je velice obtížné určit to, jak se akvizice promítne do finálního zisku. Víme, že EBITDA společnosti Huntsman bylo 202 mil. USD za Q3 2022. Představíme-li si tedy příkladovou akvizici za 8x EBITDA, je přirozené předpokládat zvýšení zisku o 12,5 % z částky uhrazené za akvizici, pokud jde o podobně konstruovaný typ společnosti.

Společnost celkem vydá cca. 125 mil. USD za odkup akcií, 239 mil. USD za dividendy, přičemž jí zbude cca. 200 mil. USD na případné akvizice. Při nalezení akvizičních příležitostí můžeme předpokládat, že se EBITDA společnosti zvýší o 25 mil. USD., tedy o 12,4 %. Za předpokladu nárůstu čistého zisku stejnou mírou získáme extra 17,4 mil. USD zisku ročně. Vyšší tempo růstu zisků společnosti je velice atraktivní vlastností z pohledu investora, tudíž můžeme předpokládat růst ceny z důvodu vyšší poptávky po akcii. Pokud se podíváme na většinu růstových společností, tak se obvykle tituly prodávají za vyšší P/E oproti procentuálnímu tempu růstu zisků.

3.4 Základní materiály – Celanese (CE)

Tabulka č. 5: Fundamentální analýza CE

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	81,3	113,8	123,2	162,2	94,5
P/E	9,13	16,6	7,32	9,62	9,81
P/B	3,08	4,69	3,61	3,86	1,81
P/S	1,55	2,27	2,59	2,14	1,01
EBITDA/ úrok dluhu	13,5x	11,67x	9,8x	23,16x	8,81x
Dividenda (%)	2,55 %	2,18 %	2,1 %	1,67 %	2,62 %
Odkup akcií	2,2 %	7,4 %	5,6 %	5,1 %	2,7 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 5: Logo Celanese

(Zdroj: Celanese, 2022)

Celanese Corporation je globální společnost zabývající se technologiemi a speciálními materiály, jejíž produkty nachází využití v různých průmyslových odvětvích. Společnost byla založena v roce 1918 a sídlí ve městě Dallas, Texas. Její čtyři hlavní segmenty jsou: *Advanced Engineered Materials*, *Consumer Specialties*, *Industrial Specialities* a *Acetyl Intermediates*. Využití produktů je primárně v automobilovém průmyslu, stavebnictví, zdravotnictví, elektronice, spotřebním zboží atd. Některé z klíčových produktů společnosti zahrnují upravené polymery, vysoce výkonná vlákna,

potravinářské přísady a průmyslové chemikálie. Celanese je známá svými inovativními a udržitelnými řešeními, která splňují potřeby zákazníků s ohledem na životní prostředí. Společnost je prostřednictvím výrobních, administrativních, a vývojových center zastupovaná globálně, například i v Severní Americe, Evropě, Asii a Jižní Americe (44) (45).

V případě firmy Celanese budeme pracovat s kvartální zprávou z 3.11.2022, včetně dat z posledních 5 let.

3.4.1 P/E a P/S

Byznys Celanese stojí primárně na dvou segmentech, jimiž jsou *Advanced Engineered Materials* (AEM) a *Acetyl Intermediates*, tedy acetylové meziprodukty. Z pohledu tržeb jsou sice segmenty stejně významné, ovšem acetylové meziprodukty disponují lepšími maržemi a tvořily 70-80 % zisku v posledních letech, tudíž je vývoj tohoto segmentu z hlediska ziskovosti firmy klíčový.

Z hlediska P/E ukazatele se akcie firmy jeví atraktivní, pouze v roce 2019 došlo k výkyvu tohoto ukazatele důsledkem růstu ceny a poklesu zisku zhruba stejným dílem. Z hlediska pětiletého pozorování ovšem zde není velký rozdíl. Ukazatel P/S naznačuje, že akcie je z hlediska tržeb v rámci pozorování levnější, což naznačuje jistou příležitost (44) (45).

3.4.2 P/B a zadluženost

Celanese operuje dlouhodobě s nominálně nižším dluhem v nominální hodnotě cca 3 mld. USD, což představuje cca 2,5x ročního EBITDA. Úrokové zatížení pro firmu také není příliš významnou překážkou vzhledem k vysokému násobku krytí EBITDA za sledované období, které překračuje stanovené požadavky vysokou mírou. Od půlky roku 2022 ovšem dluh prudce stoupl na 13,4 mld. USD z důvodu akvizice segmentu *Mobility and Materials* od jedné z nejvýznamnějších společností v oboru DuPont. Finance zajištěné pro účel akvizice ve výši 10,5 mld. USD jsou efektivně úročené sazbou 5,4 %,

tedy měly by zvednout úrokové platby společnosti o cca 567 mil. USD, což významně srazilo úrokové krytí zhruba na 2x. Jde ovšem o akvizici vedenou se zaměřením na generaci volného cashflow, tudíž se očekávají pozitivní synergie v hodnotách bohatě převyšujících zátěž způsobenou dluhovými platbami (49) (50).

Po vyhodnocení úrokového krytí ještě můžeme zaznamenat situaci týkající se P/B ukazatele, který je aktuálně díky většímu poklesu ceny akcie na hodnotě blížící se 1, tedy nejnižší za sledované období, což je jisté znamení nízké ceny akcie, a je pro nás velkým pozitivem (44) (45).

3.4.3 Management

CEO společnosti Celanese je od května 2019 Lori J. Ryekerk, jejíž profesní historie zahrnuje firmy Exxon a Shell. Za dobu jejího působení akvizice již proběhla, a to konkrétně firmy Elotex, bohužel není k dispozici dostatek finančních informací k jejímu vyhodnocení, což platí také o ostatních menších akvizicích, které Celanese za sledovanou dobu uskutečnil (51).

Významnější je pro firmu Celanese dopad čerstvě dokončené akvizice segmentu *Mobility and Materials* od firmy DuPont, kvůli které společnost značně zvýšila svůj dluh. Cena akvizice dosáhla 11 mld. USD, přičemž očekávaný stav zadluženosti do dvou let od uzavření transakce je dle slov managementu pod 3x EBITDA, což je vzhledem k výši dluhu poměrně ambiciózní cíl. Zároveň mají synergie se segmentem způsobit růst EPS o 4 USD kolem roku 2026. Dopad akvizice v každém případě bude možné vyhodnotit až v následujících letech (49) (50).

3.4.4 Návratnost

K návratnosti v případě společnosti Celanese přispívá pravidelně vyplácená dividenda a zpětné odkupy akcií. Vyplácení mírně rostoucích kvartálních dividend je pravidelné, spolu s nízkým výplatním poměrem 16 % můžeme považovat další vyplácení za vysoce pravděpodobné. Odkupy akcií byly aktuálně ve výši 2,7 %, což je v rámci

pozorování spíše nižší hodnota, obzvláště oproti roku 2019. Zjišťujeme, že rozhodnutí o zpětných odkupech se primárně odvíjí od roční ziskovosti, která vykazuje jisté cyklické charakteristiky a dynamický vývoj, je tedy těžší vyjádřit predikci budoucích odkupů. Ovšem výše 2,7 % by pro společnost neměla představovat významnou položku na roční bázi a odkupy v této výši je tedy logické očekávat.

Významnou položkou v rámci návratnosti může představovat zvýšení ziskovosti z akvizice *Mobility and Materials* segmentu z roku 2022, ovšem dle predikce managementu lze ziskové synergie očekávat až kolem roku 2026. Predikce managementu se jeví jako poměrně optimistická, ale nemáme dostatek dat k vyhodnocení akvizičních schopností managementu. Akvizice byla učiněna prostřednictvím významného dluhového navýšení, tedy existuje zde i jistý negativní scénář, ve kterém by mohly vysoké úrokové platby zhoršit výhled návratnosti akvizice společnosti Celanese.

3.5 Energetika – Chevron (CVX)

Tabulka č. 6: Fundamentální analýza CVX

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	89,9	103	76,72	112,25	141
P/E	11,62	68, 63	-	13,79	8,04
P/B	1,1	1,34	1,11	1,55	1,71
P/S	1,04	1,34	1,51	1,33	1,15
EBITDA/ úrok dluhu	19,6x	13,1x	-	30,2x	92,1x
Dividenda (%)	4,11 %	4,03 %	5,9 %	4,4 %	3,6 %
Odkup akcií	-0,8 %	1 %	1,3 %	-2,7 %	-1 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 6: Logo Chevron

(Zdroj: Chevron, 2022)

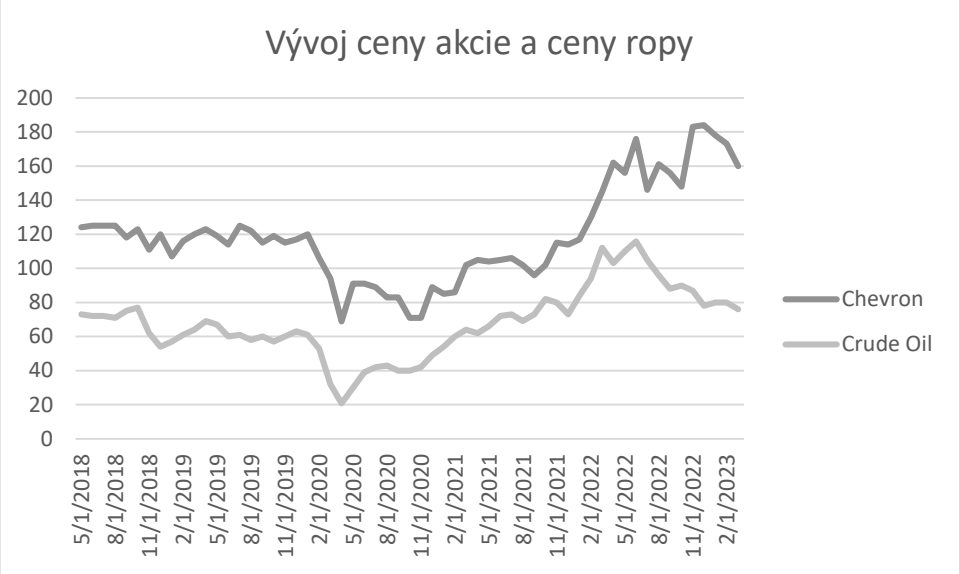
Chevron je jednou ze společností vzniklých rozdělením bývalé nejvýznamnější ropné firmy *Standard Oil*. V dnešní době je druhou největší ropnou společností v USA po *Exxon Mobile*. Její hlavní segment se zaměřuje převážně na ropu a v menší části i plyn, přičemž společnost je plně integrovaná, tj. zabývá se produkcí, distribucí, i rafinováním (tzn. *upstream*, *midstream*, a *downstream*). Chevron operuje ve zhruba 180 zemích světa a řadí se mezi jednu z největších nadnárodních společností. V případě firmy Chevron budeme vycházet z dat za posledních 5 let, včetně kvartální zprávy z 28.10.2022 (55) (56).

3.5.1 P/E a P/S

Při analýze zisku je patrná korelace mezi cenami ropy a cenou akcie Chevronu. Je patrné, že vyšší ceny ropy jsou pro Chevron důležitým prvkem pro ziskovost, což se odráží také na měnícím se P/E poměru. Můžeme si povšimnout ztráty za rok 2020, která zapříčinila nemožnost zjistit P/E poměr a krytí dluhu. Ke ztrátě došlo z důvodu poklesu cen ropy na historická minima, na kratší dobu se ropa obchodovala dokonce až v záporných číslech z důvodu absence skladovacích kapacit firem a nedostatku poptávky.

Situaci vyvolanou pandemií COVID-19 lze v tomto případě označit za „Black Swan event“ a údaje ze souvisejícího roku 2020 můžeme brát v potaz s nižší

hodnotou, vzhledem k nižší šanci na jejich opakování v budoucnu. Z hlediska ukazatele P/S lze vyhodnotit, že je cena akcie přiměřeně oceněná, z historického hlediska však byl na nižší hodnotě např. v roce 2018, na základě P/S zde tedy příležitost k výhodnému nákupu není (57) (58).



Graf č. 3: Vývoj ceny akcie Chevron a ropy

(Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z NASDAQ, 2022)

3.5.2 P/B a zadluženost

Růst P/B ukazatele v průběhu let naznačuje, že akcie byla již historicky levnější, ovšem je zde zajímavá souvislost se souběžným růstem násobku krytí dluhu z EBITDA, který se významně zvedl s rostoucími zisky. Jinými slovy, v případě, kdy požadujeme bezpečnější krytí dluhu musíme být ochotni při koupi akcie zaplatit prémii za knižní hodnotu společnosti. Toto by se dalo očekávat u akcií obecně, ovšem v praxi můžeme objevit i odlišné situace (57) (58).

V každém případě je kromě roku 2020 dluhový úrok pokryt bohatě a nepředstavuje problém pro výplatu dividendy.

3.5.3 Management

Od roku 2018 je na pozici CEO Michael K. Wirth, jenž začal pracovat pro Chevron již v roce 1982 a má s ropným průmyslem bohaté zkušenosti. Jeho celková kompenzace činila za rok 2021 celkem 22,6 mil. USD, přičemž z toho 16 mil. USD bylo v akciích a opcích. Ředitelé jsou často odměňováni prostřednictvím akcií, což je má teoreticky motivovat k většímu úsilí při řízení společnosti, na základě této úvahy má tedy CEO nárok na lepší kompenzaci při vyšší ziskovosti firmy. Zisk Chevronu se samozřejmě odvíjí od cen ropy a plynu, je tedy obtížné prokázat souvislost.

Chevron v posledních 5 letech provedl 3 akvizice, konkrétně firem Puma Energy Australia, Renewable Energy Group, a Noble Energy (NASDAQ: NBL) roku 2020 za 5 mld. USD v akciích. Vzhledem k velikosti transakce a firmy Chevron je smysluplné zkoumat třetí akvizici. Dle predikce managementu vytvoří nízko-nákladové ropné rezervy firmy Noble Energy synergii v roční hodnotě 300 mil. USD, což by zvýšilo roční EBITDA cca. o půl procenta, což pro Chevron není celkově příliš významné. Z hlediska přepočtu vůči ceně akvizice se jedná o 16,6x násobek EBITDA, což značí spíše nižší efektivitu (62) (63).

Na druhou stranu je zajímavé si povšimnout, že akvizice byla provedena skoupením akcií v roce 2020, kdy akcie NBL po vypuknutí pandemie klesly o více než polovinu na historické dno, jinými slovy management Chevronu by měl být oceněn za oportunistický nákup (62) (63).

Další kvalitu managementu lze nalézt v oblasti pravidelného vyplácení dividendy. V roce 2020 některé ropné společnosti, např. Shell (SHEL), či British Petrol (BP), snížily, či jinak omezily výplatu dividend. Oproti tomu Chevron, podobně jako Exxon, dividendu i přes neziskovost dále vyplácel, dokonce ve vyšší částce oproti předchozímu roku (57).

Tato realita potvrzuje pevný závazek managementu z hlediska návratnosti vůči akcionářům, což je jeden z největších sledovatelných rozdílů v oblasti managementu vůči jiným ropným společnostem, čímž můžeme vysvětlit vyšší cenu akcie dle ukazatelů oproti konkurenci. Rozhodnutí drasticky snížit dividendu u zmíněných

ropných firem v Evropě se zatím pozitivně do návratnosti akcionářů nepromítlo, což bylo již diskutováno v teoretické části.

3.5.4 Návratnost

K zachování návratnosti je nutné, aby si Chevron udržel dostatečnou úroveň ziskovosti. Lze počítat s pravidelně vyplácenou dividendou a při zachování dostatečně vysokých cen ropy je pravděpodobný i zpětný odkup akcií, i když za posledních 5 let Chevron takové kroky nepodnikl. Break even cena za prodaný barel ropy musí být pro společnost minimálně ve výši kolem 40 USD k zachování ziskovosti.

Za předpokladu ceny na 50 USD plánuje Chevron soustavně odkupovat akcie v rozmezí 3–5 miliard USD ročně, což by pro akcionáře znamenalo další návratnost v hodnotě cca 1,2 %. Bohužel tento způsob není příliš efektivní vzhledem k historicky vysoké ceně akcie a tržní kapitalizaci, ta způsobuje menší efektivnost odkupů (65).

Za předpokladu vyšších cen ropy by samozřejmě výše odkupů mohla růst, dle odhadu managementu by byla společnost schopna odkoupit čtvrtinu akcií v rámci pěti let, což by zvedlo návratnost odkupem na 5 % ročně. Ovšem pro účely naší práce je důležité držet se konzervativních odhadů a nepředpokládat dlouhodobě vysoké ceny ropy, které se historicky držely spíše na nižších hodnotách.

Při zohlednění dividendy se dostáváme tedy na celkovou návratnost ve výši 4,8 %, v případě optimistického scénáře se zvyšuje na 8,6 %.

3.6 Energetika – Exxon (XOM)

Tabulka č. 7: Fundamentální analýza XOM

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	54,17	58,10	37,06	58,42	110,7
P/E	11,10	17,29	-	10,84	8,25
P/B	1,16	1,24	0,96	1,41	2,21
P/S	0,8	0,94	0,87	0,87	1,12
EBITDA/ úrok dluhu	48,1x	20,1x	-	13,38x	22,37x
Dividenda (%)	4,54 %	5,98 %	9,3 %	6,3 %	3,2 %
Odkup akcií	-0,3 %	-0,1 %	0 %	0 %	1,6 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 7: Logo Exxon

(Zdroj: Exxon, 2022)

Exxon je jednou z největších světových nadnárodních ropných a plynárenských korporací. Byla založena v roce 1870 jako *Standard Oil Company of Ohio* Johnem D. Rockefellerem a v roce 1972 byla přejmenována na Exxon. Společnost má sídlo v Irvingu, USA. Exxon se zabývá především průzkumem, výrobou, přepravou a prodejem ropy, zemního plynu a ropných produktů, přičemž je vertikálně integrovaná, tedy disponuje vlastním up-stream, mid-stream a up-stream segmentem. K tomu ještě provozuje vlastní

divizi zaměřenou na chemikálie, která produkuje primárně plasty a syntetické gumy. Působí ve více než 50 zemích světa a má významné zastoupení ve Spojených státech, Kanadě, Evropě, Asii, Africe a na Středním východě.

Dále je známá svou silnou značkou a investicemi do výzkumu a vývoje, zejména v oblastech energetické účinnosti, zachycování a ukládání uhlíku a obnovitelné energie. Společnost však také čelila kritice kvůli svému environmentálnímu záznamu a své roli v přispívání ke změně klimatu. Navzdory těmto kontroverzím zůstává Exxon jednou z nejziskovějších společností na světě s tržní kapitalizací kolem 440 mld. USD roku 2022 (66) (67).

Pro Exxon budeme vycházet z dat za posledních 5 let, včetně kvartální zprávy z 28.10.2022.

3.6.1 P/E a P/S

Zisk firmy Exxon silně koreluje s cenou ropy, jelikož up-stream segment tvoří cca 60 % celkových zisků, tedy ziskovost je spojena s dlouhodobě vyššími cenami ropy. V případě Exxonu cenu je break even cena vytěženého barelu ropy 41 USD. V souvislosti s touto realitou můžeme poukázat na vysoký P/E ukazatel z roku 2019, kdy cena ropy byla spíše nižší. Dále je nutné si povšimnout ztrátovosti v roce 2020, jejíž příčiny jsou identické se ztrátovostí u firmy Chevron, což už bylo rozebráno v předchozí analýze.

Exxon je ovšem na cenách ropy závislý o něco méně než ostatní velké ropné společnosti, jelikož zhruba třetina zisku pochází z chemického segmentu, jehož ziskovost není negativně ovlivnitelná díky vertikální integraci Exxonu. Tato realita pozitivně ovlivňuje stabilitu příjmů, ovšem cena ropy stále zůstává rozhodujícím faktorem (71).

P/E ukazatel se za sledované období drží na uspokojivých hodnotách, pokud ovšem nebereme v ohled roky 2020 a 2019, zde je třeba si uvědomit cyklickou povahu byznysu, která způsobuje nižší hodnotu P/E ukazatele při vrcholné fázi cyklu. Naopak na ostatních ukazatelích můžeme zpozorovat náznaky zdražení akcie, mimo ně patří i P/S ukazatel, který se ovšem v porovnání s předchozími lety zvedl jen mírně a zůstává na velice přijatelné hodnotě 1,12 (66) (67).

3.6.2 P/B a zadluženost

Jak již bylo zmíněno, vzhledem k cyklické povaze byznysu můžeme na ostatních ukazatelích vidět vyšší hodnoty oproti minulosti. Konkrétně P/B ukazatel je skoro dvakrát tak vyšší v porovnání s rokem 2018. Ovšem v porovnání s jinými společnostmi stále dosahuje přijatelné hodnoty a akcie výrazně předražená není. Úrokové platby jsou také velice dobře zajištěny a aktuálně z tohoto úhlu pohledu nyní nepředstavují překážku pro návratnost. Exxon samozřejmě také operuje dlouhodobě z pozice o něco vyššího zadlužení z povahy byznysu ropné společnosti, ovšem dlouhodobé vysoké krytí úroků nám napovídá, že i přesto jsou dluhové podmínky výhodné, tudíž úrokové platby jsou relativně nízké (66) (67).

3.6.3 Management

CEO společnosti Exxon je Darren Woods od roku 2017, ovšem pracuje ve firmě již od roku 1992, má tedy s odvětvím bohaté zkušenosti. Jeho celková kompenzace je z 95 % tvořena opcemi a akciemi, tudíž se dá očekávat vysoká motivace k zaručení výkonnosti akcie společnosti. Při posuzování akvizic je obtížné stanovit zkušenost managementu v této oblasti, jelikož Exxon nemá v sledovaném období provedené akvizice, jež by byly dosti objemově významné, či vůbec vyhodnotitelné v rámci příspěvku k výnosnosti skrz EBITDA. Kvalitu managementu můžeme najít v oblasti vyplácení dividendy, kde obdobně se společností Chevron nenastalo žádné snížení vyplácení navzdory unikátní situaci roku 2020 (66).

3.6.4 Návratnost

Exxon je společnost pravidelně vyplácející dividendu, která pro nás představuje odrazový můstek v určení návratnosti. Bohužel aktuálně kvůli vyšší ceně akcie je dividendový roční výnos nižší, oproti roku 2020 skoro třetinový, na 3,2 %, což opět naznačuje jistou známku vysoké ceny akcie z důvodu cyklické povahy. Výplatní poměr se pohybuje blízko 24 %, což na druhou stranu vyjadřuje významnou bezpečnost pro výplatu dividendy (66).

Další složka návratnosti zahrnuje zpětné odkupy akcií, které jsme mohli zaznamenat ve výši 1,6 % pro rok 2022. Vzhledem k rekordním ziskům by management měl mít dost prostředků alespoň k udržení odkupů v této výši, ovšem historicky v případech nižší cen ropy se odkupy příliš nerealizovaly, tudíž je obtížné s tímto v případě delšího investičního horizontu počítat. Celkovou roční návratnost můžeme tedy očekávat ve výši 4,8 %, přičemž dlouhodobě vyšší ceny ropy by pravděpodobně znamenaly vyšší zpětné odkupy (66).

3.7 Zdravotnictví a farmaceutika – Pfizer (PFE)

Tabulka č. 8: Fundamentální analýza PFE

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	35,39	32,94	33,99	56,68	42,99
P/E	18,93	11,68	20,85	14,72	8,27
P/B	3,17	2,87	2,98	4,11	2,6
P/S	5,2	4,59	4,59	3,97	2,46
EBITDA/ úrok dluhu	10,03x	12,23x	6,17x	19,83x	27x
Dividenda (%)	3,84 %	4,37 %	4,4 %	2,75 %	3,4 %
Odkup akcií	1,3 %	5,1 %	0,8 %	-1,3 %	-0,4 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 8: Logo Pfizer

(Zdroj: Pfizer, 2022)

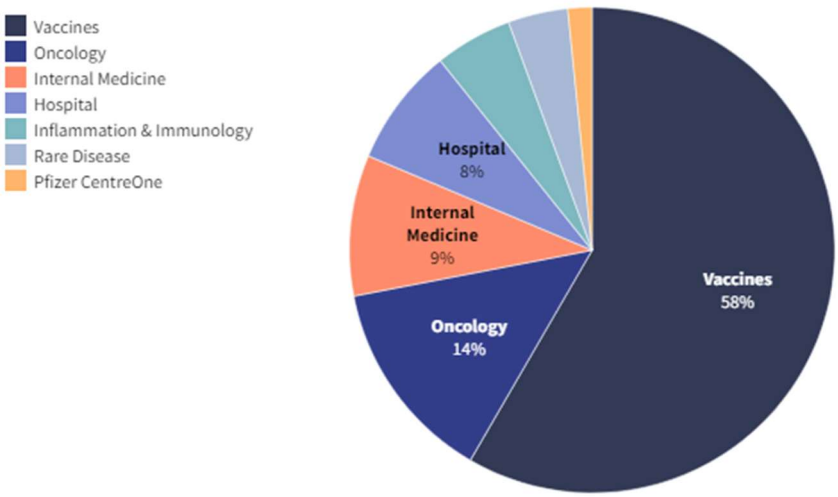
Pfizer je americká nadnárodní společnost působící v oblasti farmaceutik a biotechnologií. Věnuje se výrobě široké škály léků a vakcín, zejména pro účely imunologie, onkologie, kardiologie, endokrinologie, a neurologie. V posledních letech se proslavila obzvláště produkcí RNA vakcíny Comirnaty proti Covid-19 vyvinutou německou společností BioNTech (72).

Pro Pfizer budeme vycházet z dat za posledních 5 let, a to včetně kvartální zprávy z 2.10.2022

3.7.1 P/E a P/S

U společnosti Pfizer můžeme zaznamenat pokles P/E a P/S ukazatelů za posledních 5 let, akcie společnosti se tedy z tohoto úhlu pohledu zlevňuje, nicméně vzhledem k prémii v podobě P/S ukazatele pro nás stále není dosti atraktivní. Z hlediska ziskovosti je klíčové uvědomit si závislost Pfizeru na komerční úspěšnosti produktů určených k boji s Covid-19, které tvoří aktuálně cca. 57 % tržeb.

Vzhledem k postupnému mírnění dopadů viru od propuknutí pandemie management společnosti očekává pokles zisku až o 33 %, což pro nás bude primárně znamenat zdražení akcie z hlediska P/E ukazatele, výsledkem by byl roční zisk okolo 3,5 USD na akcii pro společnost Pfizer. Budoucí vývoj se samozřejmě může lišit od predikcí managementu (72) (73).



Graf č. 4: Příjmy společnosti Pfizer dle segmentu

(Zdroj: Investopedia, 2022)

3.7.2 P/B a zadluženost

Kladnou okolností je postupně zvyšující se knižní hodnota, a tedy snižující se hodnota P/B ukazatele, bohužel hodnota 2,6 pro nás ještě není dost nízká. Pfizer také má jisté množství dluhu ve výši lehce nad 30 mld. USD, což vzhledem k aktuální ziskovosti nepředstavuje významnou překážku.

Dluhové platby Pfizer zvládá poměrně s přehledem, za posledních 5 let je krytí dluhových úroků více než přijatelné. V roce 2020 se sice krytí přiblížilo velice blízko k naší minimální hranici 6x, ovšem můžeme se na tuto situaci dívat pozitivně. Pfizer v rámci úrokového krytí obstál i obtížnější situaci spojenou s rokem 2020, dá se říct reálný zátěžový test (72).

3.7.3 Management

CEO společnosti Pfizer je od roku 2019 Albert Bourla, jehož historie s firmou sahá až do roku 1993. Pod jeho vedením společnost zažila velký ziskový rozmach díky produkci vakcínám Comirnaty, je ovšem obtížné si představit opakování

takového typu úspěchu. Zaměříme se tedy spíše na zkoumání provedených akvizic a ostatních aktivit.

V říjnu 2022 dokončil Pfizer akvizici firmy Biohaven Pharmaceuticals (BHVN) prostřednictvím nákupu jejích akcií na ceně 148,5 USD, v celkové částce 11,6 mld. USD. Předmětem další akvizice byla společnost Global Blood Therapeutics (GBT), za sumu 5,4 mld. USD, v případě které Pfizer odkoupil stávající akcie za 68,5 USD za kus. Při vyhodnocení obou akvizic narážíme na problém, jelikož účelem akvizic bylo získání vývojových kapacit a patentových práv, nikoliv reinvestování zisku do firem s cílem zvýšení EBITDA (77).

K vyvození závěru je v případě tohoto typu akvizic potřeba expertního vhledu. Jednoduchý závěr, který ovšem pro naše potřeby vyhodnocení akcie bude užitečný, se týká byznys segmentů. Akvírované společnosti se totiž pohybují v onkologickém segmentu, tedy je možné, že se Pfizer připravuje na odklonění od profitabilního, vysoko-maržového byznysu Comirnaty vakcín. Budoucí fundamentální transformaci byznysu v tomto případě můžeme vnímat jako riziko (77).

3.7.4 Návratnost

Základním prvkem návratnosti je u firmy Pfizer pravidelná výplata dividendy. Její roční výše je aktuálně 1,6 USD na akcii, což činí výnos 3,4 %. Výplatní poměr činí zaokrouhleně 30 %. Když navíc přihlédneme k dlouhé historii vyplácení, tak můžeme dividendu vyhodnotit jako poměrně bezpečnou.

Významný zbytek zisku je využíván na jiné účely, ovšem významné odkupy v případě Pfizeru nejsou pravidelnou událostí. Větší odkup proběhl koncem roku 2019, ovšem v jiných letech Pfizer množství akcií naopak navýšil, pravděpodobně za účelem financování či kompenzací.

Běžný akcionář tedy z tohoto odkupu příliš velký užitek neměl. Management očividně neklade příliš velký důraz na pravidelné a dlouhodobé snižování množství akcií ani přes významné zisky spojené s prodejem vakcín.

Management provádí akvizice související s ostatními segmenty byznysu, které je obtížné vyhodnotit z hlediska přepočtu na EBITDA, jelikož slouží primárně k jiným účelům. Je tedy těžké stanovit predikci jak a jestli, se akvizice pozitivně projeví na růstu budoucího zisku.

3.8 Zdravotnictví a farmaceutika – Viatris (VTRS)

Tabulka č. 9: Fundamentální analýza VTRS

	2018	2019	2020	2021	2022
Cena akcie (USD)	25,98	19,06	17,77	13,13	10,97
P/E	38,2	-	-	-	12, 91
P/B	1,1	0,83	0,93	0,77	0,54
P/S	1,17	0,9	0,8	0,77	0,62
EBITDA/ úrok dluhu	5,58x	5,3x	4,1x	7,13x	9,8x
Dividenda (%)	0 %	0 %	0 %	3,35 %	4,3 %
Odkup akcií	3,7 %	0 %	-	-	- 0,7 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek č. 9: Logo Viatris

(Zdroj: Viatris, 2022)

Viatris je globální farmaceutická společnost, která vznikla sloučením společností Mylan N.V. a Upjohn Inc. v listopadu 2020. Společnost sídlí v Pittsburghu a má zastoupení ve více než 165 zemích světa. Zabývá se produkcí kvalitních, cenově dostupných léků a poskytováním zdravotnických řešení pro pacienty globálně. Společnost má portfolio o více než 1 400 produktech na trhu, a řadu přibližně 300 produktů ve vývoji, a to v řadě terapeutických oblastí, včetně infekčních onemocnění, onkologie, kardiovaskulárních onemocnění, poruch centrálního nervového systému a cukrovky.

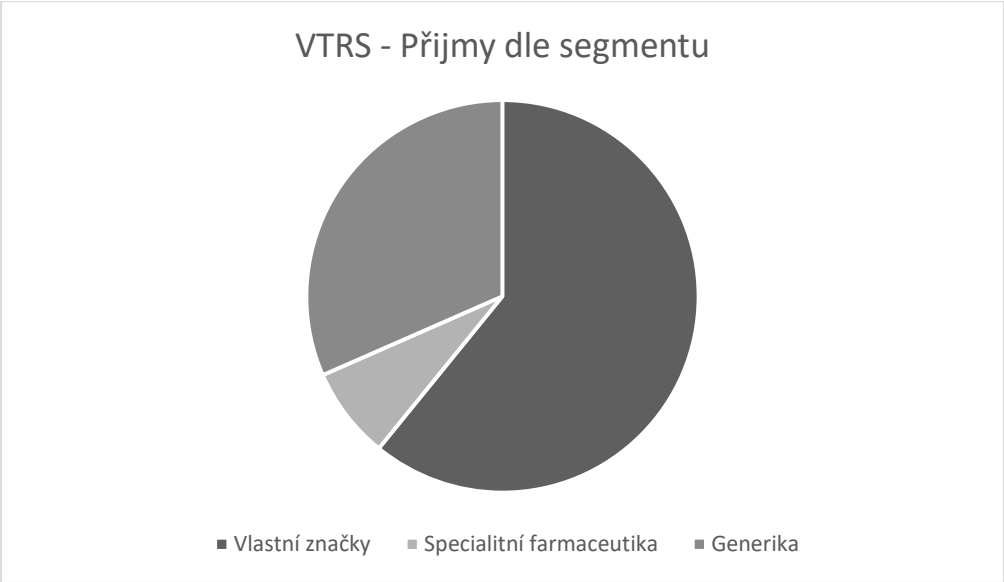
Viatris působí ve třech obchodních segmentech: generika, speciální, a volně prodejné (OTC) produkty. Generické podnikání společnosti se zaměřuje na vývoj a výrobu cenově dostupných, vysoce kvalitních generických léků, zatímco její specializované podnikání se zaměřuje na vývoj a komercializaci komplexních, inovativních produktů, včetně *biosimilars*, komplexních generik, a značkových léčiv. Segment OTC vyvíjí a prodává řadu spotřebitelských zdravotních produktů, včetně doplňků vitamínů a minerálů. Viatris se také zavázal k udržitelnosti a firemní odpovědnosti se zaměřením na péči o životní prostředí, společenskou odpovědnost a etické obchodní praktiky (79) (80).

V případě společnosti Viatris budeme vycházet z dat za posledních 5 let, včetně kvartální zprávy z 7.11.2022.

3.8.1 P/E a P/S

Zisk společnosti primárně plyne z několika segmentů, mezi které spadá prodej generických léků, specialitních farmaceutik, značkových léků, OTC produktů a uspokojování vládních zakázek.

Nejvýznamnějšími segmenty z výše řečených jsou první tři, jejichž příspěvek na zisku můžeme vidět na grafu. Největší podíl zastává prodej léků vlastní značky, např. Lipitor, Celebrex, či Viagra (79).



Graf č. 5: VTRS – příjmy dle segmentů

(Zdroj: Vlastní zpracování, Viatris Q-10, 2022)

Při analýze P/E ukazatele narážíme na řadu problémů. První z nich se týká neschopnosti dosáhnout zisku v letech 2019, 2020 a 2021. Musíme si však uvědomit, že v roce 2019 a 2020 hodnotíme ztrátovost firmy Mylan před fúzí, zatímco v roce 2021 hodnotíme společnost Viatris po fúzi s Upjohn, která se po několika ztrátových kvartálech konečně přehoupla v roce 2022 do ziskovosti, z čehož můžeme vyvodit P/E poměr s hodnotou 12,91. Tato hodnota sama o sobě není špatná, ovšem stálá udržitelnost takovéto ziskovosti je velice obtížně prokazatelná. Můžeme samozřejmě vzít v potaz odhady managementu, který agresivně rozšiřuje své příjmové portfolio skrz akvizice a fundamentální úpravy byznysu. Hodnota, kterou P/E ukazateli budeme přikládat, se patrně bude odvíjet od naší víry v pravdivost predikcí managementu, o historická data se opírat nelze.

Nízká hodnota P/S ukazatele je pro nás velice kladnou okolností, jelikož společnost prodává velké množství produktů, a kupujeme si s jednou akcií velký podíl jejích tržeb. A je zde i několik případů, kdy P/E ukazatel využít nelze, tudíž je P/S velice užitečným doplňkem k vyhodnocení přiměřené ceny akcie (79) (90).

3.8.2 P/B a zadluženost

Můžeme si povšimnout, že akcie Viatris se prodává s výrazným diskontem vůči knižní hodnotě, což může odrážet nejistotu ohledně fundamentálních změn v byznys modelu firmy kvůli nedávné fúzi, a nejistotu ohledně výkyvů v ziskovosti. Co se týče zadluženosti, tak výše dluhu společnosti významně narostla v souvislost s provedením fúze na 20 mld. USD, ovšem zisky spojené s připojením firmy Upjohn přispěly k dostatečné výši úrokového krytí na 9,8x, která bezpečně splňuje minimální podmínky pro bezpečnou investici. Ideální by ovšem byla historie vyššího úrokového krytí, kterou vzhledem k fúzi bohužel nemáme, je tedy potřeba i tento údaj brát spíše s rezervou (79).

3.8.3 Management

Současný CEO společnosti Viatris je Michael Goettler. Byl jmenován generálním ředitelem společnosti v listopadu 2020 po dokončení fúze mezi Mylan a Upjohn. Před svou rolí ve společnosti Viatris působil Goettler jako globální ředitel divize Alcon Vision Care společnosti Novartis, má tedy více než 25 let zkušeností ve zdravotnickém průmyslu se zaměřením na v provozní oblasti, růst a inovace (80).

Pod vedením Michaela Goettlera již společnost Viatris akvizice provedla, přičemž se jednalo o firmy Oyster Point a Famy Life Sciences. Akvizice obou firem byla dohromady ve výši kolem 750 mil. USD. Přínos akvizice má být kolem 500 mil. USD formou EBITDA v roce 2028. Při diskontování této částky s využitím aktuální úrokové míry FEDu zjistíme, že 500 mil. USD pro nás má hodnotu cca. 375 mil. USD aktuálně, což po přirovnání k akviziční ceně vychází na přepočet 2x EBITDA. Za předpokladu správné predikce managementu se tedy jedná o mimořádně efektivní akvizici (83).

3.8.4 Návratnost

Významným faktorem návratnosti je v případě Viatris výplata dividendy, jejíž výše byla v roce 2022 4,3 %. Výplatní poměr je aktuálně 28 %, tedy můžeme považovat dividendu za bezpečnou a očekávat její vyplácení i nadále v podobné výši. Můžeme si ale

povšimnout, že před rokem 2021 dividenda vyplácena nebyla, patrně kvůli situaci společnosti před fúzí, měli bychom tedy brát odhad s rezervou, jelikož 2 roky z hlediska vyplácení dividend nejsou příliš dlouhé období ke sledování.

Odkup akcií sice lze zaznamenat v roce 2018, ovšem jedná se o ojedinělou situaci před fúzí, tudíž je opět potřeba brát tento fakt spíše s rezervou z historického hlediska. V poslední řadě můžeme očekávat postupné zvyšování hodnoty společnosti skrz akviziční činnost. Viatris provedla akvizici Oyster Point, a Famy Life Sciences 2x diskontovaného EBITDA, což je velice efektivní forma využití přebytečného kapitálu, můžeme tedy očekávat organický nárůst hodnoty firmy, pokud bude i nadále společnost nacházet atraktivní akviziční příležitosti.

4 Vlastní návrhy řešení

Ve finální části naší práce, tedy praktické části, porovnáváme akciové tituly mezi sebou navzájem, přičemž použijeme ke stanovení komparativní vhodnosti bodovací metodu. V rámci metody použijeme nejprve jednotkové váhy a následně diferenciované. Výsledky obou metod následně uplatníme při zvážení vhodnosti akciových titulů k zastoupení v navrhovaném portfoliu, které následně vytvoříme i na základě přechozího vyhodnocení akcií.

4.1. Ohodnocení akciových titulů bodovací metodou

Mezi parametry pro vyhodnocení titulů bodovací metodou jsme zvolili 7 různých ukazatelů, či oblastí, ve kterých budeme akcie hodnotit. Jedná se o následující:

- P/E ukazatel
- P/B ukazatel
- P/S ukazatel
- Dividendový výnos (%)
- Zpětný odkup akcií (%)
- EBITDA/úrok dluhu (v násobcích x)
- Schopnost provádět akvizice za cenu v násobcích EBITDA (x).

Tabulka č. 10: Hodnoty parametrů pro bodovací metodu

	P/E	P/B	P/S	Dividendový výnos (%)	Zpětný odkup akcií (%)	EBITDA/ úrok dluhu (x)	Akvizice v přepočtu na EBITDA násobek (x)
VZ	8,15	1,69	1,12	7,3	-	8,4	12,3
T	6,2	0,85	1,13	6,6	-	2,2	-
HUN	4,5	1,17	0,6	3,51	8,1	23,2	7
CE	9,81	1,81	1,01	2,62	2,7	8,81	3
CVX	8,04	1,71	1,15	3,6	1,2	92,1	16,6
XOM	8,25	2,21	1,12	3,2	1,6	22,4	-
PFE	8,27	2,6	2,46	3,4	0,4	27	-
VTRS	12,91	0,54	0,62	4,3	0,7	9,8	2

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Nejdříve provedeme ohodnocení titulů bodovací metodou s jednotkovými váhami, tedy každý ukazatel pro nás bude mít důležitost stejné úrovně. Zároveň si musíme určit charakter parametru, zda je pro nás žádoucí o vyšší, či nižší hodnotě, přičemž cenové ukazatele, a schopnost provádět efektivní akvizice v přepočtu na EBITDA jsou pro nás pozitivum v případě nižší hodnoty, tedy označíme je (-1).

Dividendový výnos, zpětné odkupy akcií, a pokrytí úroku z EBITDA jsou opačný případ, tudíž je označíme (+1). Dále přiřadíme nejvíce uspokojivé hodnotě ukazatele 100 bodů v rámci každé kategorie, což nám pomůže dopočítat hodnoty ostatních ukazatelů. V tabulce můžeme vidět výsledek výpočtů:

Tabulka č. 11: Bodovací metoda – jednotkové váhy

	P/E	P/B	P/S	Dividendový výnos (%)	Zpětný odkup akcií (%)	EBITDA /úrok dluhu (x)	Akvizice v přepočtu na EBITDA násobek (x)	Součet	Pořadí
VZ	55	32	54	**100**	-	9	16	266	6.
T	73	64	54	90	-	2	-	282	4.
HUN	**100**	46	**100**	48	**100**	25	29	448	1.
CE	46	30	59	36	33	10	67	281	5.
CVX	56	32	52	49	15	**100**	12	316	3.
XOM	55	24	54	44	20	24	-	220	7.
PFE	54	21	24	47	5	29	-	180	8.
VTRS	35	**100**	97	59	9	11	**100**	410	2.
Váha	1	1	1	1	1	1	1		
Char.	-1	-1	-1	+1	+1	+1	-1		

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Dle bodovací metody nejlépe uspěla společnost Huntsman, která díky nízkým cenovým ukazatelům a významným zpětným odkupům akcií skončila na prvním místě. Za ní se s poměrně malým bodovým rozdílem umístila společnost Viatris, která také měla velice nízké cenové ukazatele, přičemž byla také nejlepší v oblasti akvizic. Díky výjimečně dobře pokrytým úrokovým platbám se na třetí místo dostala akcie firmy Chevron. Dále se umístily na čtvrté a páté místo společnosti AT&T a

Celanese, hlavně díky nižší cenovým ukazatelům, rozdíl spočíval hlavně ve výplatě dividendy, a akvizicích. Verizon díky nejvyššímu dividendovému výnosu skončil na šestém místě. S nejmenším bodovým ohodnocením skončily společnosti Exxon a Pfizer, převážně kvůli absenci akvizičních příležitostí a spíše nižší dividendě, popřípadě odkupu akcií.

Nyní přiřadíme ukazatelům a parametrům rozdílné váhy podle důležitosti z hlediska našich účelů, načež provedeme komparaci bodovací metodou s diferencovanými váhami. Nejvyšší váhu 3 přidělíme ukazateli P/E, kvůli důležitosti z hlediska návratnosti. I v případě, že společnost využívá všechen zisk na akvizice, dividendy, či odkupy, tak v případě vysokého P/E to pro nás nemá velký užitek. Ukazateli P/B přiřadíme váhu 2. Jde o důležitý ukazatel při určování hodnoty akcie z defenzivního hlediska. Váha 1 připadne P/S ukazateli, a úrokovému krytí z EBITDA, jelikož mají roli spíše doplňujících ukazatelů. Konkrétně P/S ukazatel by mohl mít vyšší váhu v případě, že by šlo o srovnávání neziskových společností, což ovšem není tento případ. Ukazatelům týkajících se formy návratnosti všem přidělíme váhu 2.

Tabulka č. 12: Bodovací metoda – diferencované váhy

	P/E	P/B	P/S	Dividendový výnos (%)	Zpětný odkup akcií (%)	EBITDA /úrok dluhu (x)	Akvizice v přepočtu na EBITDA násobek (x)	Součet	Pořadí
VZ	166	64	54	**200**	-	9	33	525	6.
T	218	127	54	181	-	2	-	581	3.
HUN	**300**	92	**100**	96	**200**	25	57	871	1.
CE	138	60	59	72	67	10	133	538	4.
CVX	168	63	52	99	30	**100**	24	536	5.
XOM	164	49	54	88	40	24	-	418	7.
PFE	163	42	24	93	10	29	-	362	8.
VTRS	105	**200**	97	118	17	11	**200**	747	2.
Váha	3	2	1	2	2	1	2		
Char.	-1	-1	-1	+1	+1	+1	-1		

(Zdroj: Vlastní zpracování)

S nejvyšším počtem bodů při použití diferencovaných vah je opět akcie společnosti Huntsman z obdobných důvodů. Na dalším pozici se umístila Viatris, která uspěla nejvíce v oblasti P/B ukazatele a akvizic. Nyní se výsledky začínají lišit od prvního využití bodovací metody. Společnost AT&T se díky kombinaci nízkého P/E ukazatele a vysoké dividendy umístila na třetím místě. Na čtvrté místo se dostala Celanese, která získala obstojné bodové hodnocení téměř ve všech oblastech, jmenovitě v oblasti akvizic. Chevron spadl ze třetího místa na páté, primárně kvůli vyšší váze ostatních ukazatelů oproti úrokovému krytí. Poslední tři místa zůstala beze změny, náleží společnostem Verizon, Exxon, a Pfizer.

4.2. Návrh akciového portfolia

V této části posoudíme vhodnost jednotlivých investičních titulů a stanovíme k nim investiční doporučení. Na základě doporučení pak stanovíme procentuální zastoupení každé akcie pro finální podobu portfolia, přičemž vyhodnotíme jeho vlastnosti a očekávaný výnos.

Základní materiály – Huntsman (HUN), Celanese (CE)

Společnost Huntsman je vhodným kandidátem pro významnější pozici v rámci akciového portfolia, což je podloženo umístěním na první místě při použití bodové metody. Hodnoty ukazatelů jsou velice uspokojivé a management firmy aktivně pomáhá k přerozdělení zisku mezi akcionáře formou dividendy, odkupů, a efektivních akvizic do výnosných firem, které významným způsobem přispívají k celkovému EBITDA.

Celanese si na základě analýzy a hodnocení bodovou metodou stojí také dobře, ale přínos pro investora z hlediska dividendy a zpětných odkupů je o něco menší. Management je také aktivní v akvizičních činnostech, ale dopad poslední významné akvizice bude možné vyhodnotit až v rámci několika let. V případě Celanese tedy navrhujeme o něco menší zastoupení v portfoliu z důvodu nejistoty plynoucí z budoucího vývoje akvizice.

Zdravotnictví a farmaceutika – Viatris (VTRS), Pfizer (PFE)

Společnost Viatris vyšla z hodnocení bodovou metodou velice dobře na druhém místě, i díky fundamentální analýze shledáváme akcii levnou. Důvodem k nižší ceně je pravděpodobně nejistota spojená s budoucím vývojem firmy kvůli fúzi, která měla významné dopady na celkový model byznysu. Dalším důvodem k nižší ceně bude neschopnost dosáhnout zisku v některých předešlých obdobích, což přirozeně brání dlouhodobé uspokojivé návratnosti. Navzdory jistému riziku Viatris z portfolia nevyřadíme, navrhujeme menší pozici z důvodu příležitosti nízké ceny akcie a potenciálu budoucích akvizic.

Pfizer skončil v rámci bodové metody na posledním místě, což napovídá menší atraktivnosti investice do této akcie. Výše dividendového výnosu je sice u Pfizeru uspokojivá, ale zpětné odkupy jsou nízké a společnost neprovádí akvizice přímo přínosné k EBITDA. Z těchto důvodů bude Pfizer zastávat pouze malou pozici v portfoliu.

Komunikační služby – Verizon (VZ), AT&T (T)

Společnost Verizon skončila v rámci bodové metody na šestém místě, primárně kvůli vyšším hodnotám cenových ukazatelů. Navzdory tomu společnost platí dlouhodobě zvyšující se dividendu, která je hlavním důvodem k nákupu této akcie. Navzdory nižšímu bodovému ohodnocení oproti konkurenčnímu AT&T má Verizon několikanásobně vyšší úrokové krytí z EBITDA, což je obzvláště v oblasti telekomunikačních firem důležitá vlastnost. Akvizice Verizonu sice nejsou příliš efektivní, ovšem převážná část zisku je využita vyplacením dividendy a akvizice nepředstavují v tomto případě tak významnou část návratnosti. Byznys společnosti je stabilní a výplaty dividend i v budoucnu jsou velice pravděpodobné. Z těchto důvodů navrhujeme větší procentuální zastoupení v portfoliu.

AT&T si vedlo lépe z hlediska bodového ohodnocení kvůli cenovým ukazatelům. To je lehce vysvětlitelné z důvodu existence rizik plynoucích z období neziskovosti a nízkého úrokového krytí, které dlouhodobě představuje pro akcionáře AT&T překážku k lepší návratnosti. Dividenda dosahuje uspokojivé výše, ale musíme si

uvědomit její zmenšení z historického hlediska. Kvůli těmto nedostatkům bude mít AT&T tedy v portfoliu menší zastoupení.

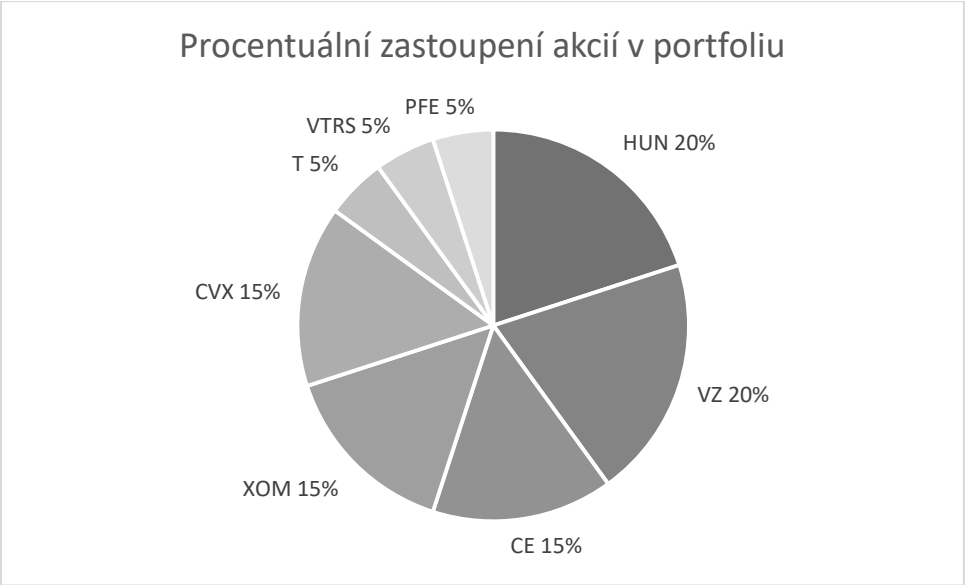
Energetika – Exxon (XOM), Chevron (CVX)

Ropná společnost Chevron si v rámci bodového ohodnocení vedla lépe primárně díky velice dobrému úrokovému pokrytí. Z hlediska ostatních ukazatelů se firma jeví jako relativně férově ohodnocená. Společnost vyplácí pravidelně zvyšující se dividendy, které ale na aktuální ceně nepředstavují příliš velký procentuální výnos. Provádí i odkup akcií, který přispívá k celkové návratnosti, můžeme si všimnout i občasných méně efektivních akvizic. Pro úspěšnost investice do této akcie je nutná vyšší cena ropy, což představuje riziko pro návratnost. Primárně z tohoto důvodu bude zastoupení Chevronu v portfoliu spíše menší.

Exxon si z hlediska bodového hodnocení vedl o něco hůř, primárně kvůli komparativně nižšímu úrokovému pokrytí. Navzdory tomu nepředstavuje dluh Exxonu významnou zátěž v rámci návratnosti. Exxon vyplácí dividendu a provádí zpětné odkupy podobně jako Chevron. Zdá se tedy, že jediný rozdíl je horší úrokové pokrytí. Z analýzy ovšem víme, že Exxon disponuje segmentem chemických produktů, který významně přispívá k zisku a je nezávislý na pohybech ceny ropy. Tím se stává investice stabilnější a odolnější. Z těchto důvodů zaujme v portfoliu Exxon a Chevron procentuální zastoupení o stejné velikosti.

Procentuální zastoupení akciových titulů v portfoliu

Vzhledem k ohodnocení jednotlivých společností jsme se rozhodli pro různé procentuální zastoupení konkrétních akciových titulů. Největší pozice v portfoliu tvoří akcie firem Huntsman a Verizon, každá z nich 20 %. U firem Celanese, Exxon, a Chevron jsme se rozhodli pro skromnější pozice o velikosti 15 %. Nejmenší pozice o velikosti 5 % zastupují vzhledem k rizikovosti společnosti AT&T, Viatris, a Pfizer.



Graf č. 6: Procentuální zastoupení akcií v portfoliu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Při zohlednění popsaného rozložení máme portfolio s dividendovým výnosem 4,29 %, pokud zohledníme velikost jednotlivých pozic. Průměrný očekávaný odkup akcií je v rámci portfolia 2,5 %. Můžeme tedy očekávat výnosnost portfolia 6,79 % ročně, plus případný organický růst hodnoty skrz akvizice daných společností. Portfolio by tedy mělo být schopno překonávat průměrnou roční inflaci 3 %.

6 Závěr

Hlavním cílem této práce je vytvoření sektorově diverzifikovaného investičního portfolia na investičním trhu USA s využitím hodnotového přístupu, a to pro potřeby ETF.

V první části práce jsme představili klíčová teoretická východiska přímo související s hodnotovým investováním, tedy investiční instrumenty se zaměřením primárně na akcie, jednotlivé komponenty fundamentální analýzy a koncept diverzifikace. Také jsme zde popsali další oblasti relevantní k naší práci, konkrétně formu ETF fondu, rozdělení společností a základní vztah inflace, úrokových sazeb a aktiv.

Druhá část byla zaměřena na aplikaci teoretických východisek. Nejdříve jsme popsali náležitosti ETF fondu a následně jsme identifikovali jednotlivá kritéria nezbytná k výběru akciových titulů ze sektorů komunikačních služeb, materiálů, zdravotnictví a energetiky. Z každého sektoru byly vybrány dvě společnosti, které byly následně podrobeny analýze zaměřující se převážně na zkoumání cenových ukazatelů, zadluženosti, kvality managementu a očekávané návratnosti spojené s držením akcie.

V návrhové části práce jsme nejprve učinili mezipodnikové srovnání zkoumaných společností bodovou metodou. Při použití metody jsme stanovili váhy jednotlivých cenových ukazatelů, úrokového krytí vůči EBITDA, a také způsoby zužitkování zisku ve prospěch akcionáře, která zahrnovaly výši výplaty dividend, zpětných odkupů akcií, nebo schopnost společnosti využít kapitál v akviziční činnosti. Výsledky bodovací metody nám pomohly ohodnotit jednotlivé společnosti přesněji.

Finálně jsme vytvořili návrh akciového portfolia na základě investičních doporučení, jež jsme byli schopni zformulovat díky poznatkům z analytické části a závěrům odrážejí výsledky bodové metody, přičemž jsme rozhodli o výši procentuálního zastoupení jednotlivých titulů v portfoliu na základě vhodnosti.

Největší podíl 20 % měly akcie Huntsman a Verizon, které díky uspokojivým cenovým ukazatelům a vyšší očekávané návratnosti skrz výplaty dividend a jiné oblasti byly shledány komparativně nejvíce atraktivními. Dále byl přiřazen 15 %

podíl společnostem Celanese, Exxon a Chevron, jejichž návratnost v porovnání s ukazateli a cenou akcie nebyly atraktivní do takové míry. Nejmenší pěti procentuální zastoupení v portfoliu obdržely společnosti AT&T, Viatris, a Pfizer kvůli přítomnosti jistých rizik a nízké atraktivnosti. Očekávaná výnosnost portfolia je 6,79 %, mělo by tedy být schopno překonávat průměrnou roční inflaci 3 %.

Seznam použitých zdrojů

1. GRAHAM, Benjamin a David DODD. *Security Analysis*. 2. New York: McGraw Hill, 1940. ISBN 978-0-07-159253-6.
2. GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *The Intelligent Investor*. 4. HarperCollins Publishers, 2003. ISBN 0-06-058328-2.
3. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. Praha: Grada Publishings, 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.
4. LYNCH, Peter a John ROTSCHILD. *One Up On Wall Street*. 1. New York: Simon & Schuster, 2000. ISBN 0-7432-0040-3.
5. GRAHAM, Benjamin a Charles MCGOLRICK. *The Interpretation of Financial Statements*. 1. New York: HARPER & BROTHERS PUBLISHERS, 1955. ISBN 978-0887309137.
6. GLADIŠ, Daniel. *Akciové Investice – rozšířené vydání*. 2. Praha: Grada Publishings, 2021. ISBN 978-80-271-4234-7.
7. BUFFETT, Warren. *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*. Bantam, 2009. ISBN 978-0553384611.
8. BUFFETT, Warren. The Warren Buffett Stock Portfolio: Warren Buffett Stock Picks: Why and When He Is Investing in Them. 1. Scribner, 2011. ISBN 978-1451606485
9. DALIO, Ray. *Principles: Life and Work*. 2. Simon & Schuster, 2017. ISBN 978-1501124020.
10. KISLINGEROVÁ, Eva: Finanční analýza: krok za krokem. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi, 2005. ISBN 80-717-9321-3.
11. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 1. Praha: Grada Publishings, 2016. ISBN 978-80-271-9299-1.
12. Francis-Chou-associates-management-portfolio. *Valuesider.com* [online]. [cit. 2023-03-12]. Dostupné z: https://valuesider.com/guru/francis-chou-chou-associates-management/portfolio

13. Global Industry Classification Standard (GICS®). *Msci.com* [online]. [cit. 2023-03-12]. Dostupné z: https://www.msci.com/documents/1296102/11185224/GICS+Sector+definitions+Sept+2018.pdf/afc87e7b-bbfe-c492-82af-69400ee19e4f
14. DIMSON, Elroy, Paul MARSH a Mike STAUNTON. *TRIUMPH OF THE OPTIMISTS*. 1. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2002. ISBN 0-691-09194-3.
15. DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. New Jersey: Wiley, 2012. ISBN 978-1118011522.
16. Verizon Q3 2022. *www.verizon.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-15]. Dostupné z: https://www.verizon.com/about/investors/quarterly-reports/3q-2022-earnings-conference-call-webcast
17. Verizon 10-K 2021. *www.verizon.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.verizon.com/about/sites/default/files/2021-Annual-Report-on-Form-10-K.pdf
18. Verizon 10-K 2020. *www.verizon.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.verizon.com/about/sites/default/files/2020-Annual-Report-on-Form-10-K.PDF
19. Verizon 10-K 2019. *www.verizon.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.verizon.com/about/sites/default/files/2019-Verizon-Annual-Report.pdf
20. Verizon 10-K 2018. *www.verizon.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.verizon.com/about/sites/default/files/2018-Verizon-Annual-Report.pdf
21. *3 Reasons Verizon's Tracfone Acquisition Is Brilliant* [online]. [cit. 2023-01-01]. Dostupné z: https://www.nasdaq.com/articles/3-reasons-verizons-tracfone-acquisition-is-brilliant-2020-09-16
22. *Verizon completes TracFone Wireless, Inc. acquisition* [online]. [cit. 2023-01-01]. Dostupné z: https://www.verizon.com/about/news/verizon-completes-tracfone-wireless-inc-acquisition

23. *Verizon increases dividend for 16th consecutive year* [online]. [cit. 2023-01-01]. Dostupné z: https://www.verizon.com/about/news/verizon-increases-dividend-16th-consecutive-year
24. AT&T Q3 2022. *Https://investors.att.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investors.att.com/~/media/Files/A/ATT-IR-V2/financial-reports/quarterly-earnings/2022/3Q22/att-3q22-financial-and-operational-schedules-and-non-gaap-reconciliations-11-11.pdf
25. AT&T K-10 2021. *Https://investors.att.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://about.att.com/story/2022/q4-2021-results.html
26. AT&T K-10 2020. *Https://investors.att.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investors.att.com/financial-reports/annual-reports/2020
27. AT&T K-10 2019. *Https://investors.att.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investors.att.com/financial-reports/annual-reports/2019
28. AT&T K-10 2018. *Https://investors.att.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investors.att.com/financial-reports/annual-reports/2018https://www.nytimes.com/2022/11/19/business/media/att-time-warner-deal.html
29. WALTERS, Natalie. AT&T CEO John Stankey stands behind 'simpler approach' after WarnerMedia spinoff. *Www.dallasnews.com* [online]. [cit. 2023-03-16]. Dostupné z: https://www.dallasnews.com/business/local-companies/2023/01/25/att-ceo-john-stankey-stands-behind-simpler-approach-after-warnermedia-spinoff/
30. AT&T Dividends. *Https://investors.att.com* [online]. [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investors.att.com/stock-information/historical-stock-information/historical-common-dividends/att-inc [online]. [cit. 2023-01-01]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/locations
31. *Huntsman Announces Agreement to Sell Textile Effects Division* [online]. [cit. 2023-01-01].
    Dostupné z: https://www.huntsman.com/news/media-releases/detail/536/huntsman-announces-agreement-to-sell-textile-effects
32. Huntsman Q3 2022. *www.huntsman.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: www.huntsman.com/investors/financials *Huntsman Completes the Acquisition of*

Gabriel Performance Products, Further Expanding its Specialty Chemicals Portfolio [online]. 15.1.2021 [cit. 2023-01-06]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/news/media-releases/detail/468/huntsman-completes-the-acquisition-of-gabriel-performance

33. *Huntsman Announces the Acquisition of CVC Thermoset Specialties, Expanding its Specialty Chemicals Portfolio* [online]. 16.3.2020 [cit. 2023-01-06]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/news/media-releases/detail/431/huntsman-announces-the-acquisition-of-cvc-thermoset
34. *Huntsman Completes the Acquisition of Icynene-Lapolla, Expanding its Downstream Footprint in Spray Polyurethane Foam Insulation* [online]. 20.2.2020 [cit. 2023-01-06]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/news/media-releases/detail/428/huntsman-completes-the-acquisition-of-icynene-lapolla
35. Huntsman Q-10 2022. *www.huntsman.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/investors/newsroom/news-releases/detail/544/huntsman-announces-fourth-quarter-2022-earnings/
36. Huntsman K-10 2021. *www.huntsman.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/investors/newsroom/news-releases/detail/511/huntsman-announces-fourth-quarter-and-full-year-2021/
37. Huntsman K-10 2020. *www.huntsman.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/investors/newsroom/news-releases/detail/469/huntsman-announces-fourth-quarter-and-full-year-2020/
38. Huntsman K-10 2019. *www.huntsman.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/investors/newsroom/news-releases/detail/427/huntsman-announces-full-year-2019-earnings-another-year-of/
39. Huntsman K-10 2018. *www.huntsman.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://www.huntsman.com/investors/newsroom/news-releases/detail/402/huntsman-announces-record-full-year-2018-earnings-with/
40. Celanese Q3 2022. *Www.celanese.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://www.celanese.com/news-and-media/2022/november/celanese-corporation-reports-third-quarter-2022-earnings

41. Celanese 10-K 2021. *Www.celanese.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://www.celanese.com/news-and-media/2022/january/2021-full-year-report-and-fourth-quarter-earnings
42. Celanese 10-K 2020. *Www.celanese.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://investors.celanese.com/download/companies/celanesecorp/Annual%20Reports/CE%20Annual%20Report%202020.pdf
43. Celanese 10-K 2019. *Www.celanese.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://investors.celanese.com/download/companies/celanesecorp/Annual%20Reports/2019-Annual-Report.pdf
44. Celanese 10-K 2018. *Www.celanese.com* [online]. [cit. 2023-03-18]. Dostupné z: https://investors.celanese.com/download/companies/celanesecorp/Annual%20Reports/2018_Annual_Report.PDF
45. CELANESE TO ACQUIRE MAJORITY OF DUPONT'S MOBILITY & MATERIALS BUSINESS. *Https://investors.celanese.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investors.celanese.com/websites/celanese/English/301020/news-detail.html?airportNewsID=61fdbc26-9cac-44f7-89bf-86efc684c9b8
46. Permanent Financing DuPont. *Www.celanese.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.celanese.com/news-and-media/2022/july/ce-permanent-financing-dupont-mm-acq
47. CELANESE TO ACQUIRE NOURYON'S REDISPERSIBLE POLYMER POWDERS BUSINESS. *Www.celanese.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.celanese.com/news-and-media/2020/january/celanese-to-acquire-nouryons-redispersible-polymer-powders-business
48. CELANESE TO ACQUIRE DUPONT'S MOBILITY & MATERIALS BUSINESS. *Https://investors.celanese.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investors.celanese.com/websites/celanese/English/301020/news-detail.html?airportNewsID=61fdbc26-9cac-44f7-89bf-86efc684c9b8
49. Permanent Financing DuPont. *Www.celanese.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.celanese.com/news-and-media/2022/july/ce-permanent-financing-dupont-mm-acq

50. Celanese Completes Acquisition of Mobility & Materials Business. *Www.celanese.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.celanese.com/news-and-media/2022/november/mobility-and-materials-acquisition
51. Chevron Q3 2022. *Chevroncorp.gcs-web.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://chevroncorp.gcs-web.com/static-files/397bd430-54bc-435e-b926-c53b61886c19
52. Q3 2022. *Chevroncorp.gcs-web.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://chevroncorp.gcs-web.com/node/33876/html
53. Chevron Q-10 2022. *Chevroncorp.gcs-web.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.chevron.com/-/media/chevron/stories/documents/3Q22-earnings-press-release.pdf
54. Chevron 10-K 2021. *Chevroncorp.gcs-web.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.chevron.com/-/media/chevron/annual-report/2021/documents/2021-Annual-Report.pdf
55. Chevron 10-K 2020. *Chevroncorp.gcs-web.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.chevron.com/-/media/chevron/annual-report/2020/documents/2020-Annual-Report.pdf
56. Chevron 10-K 2019. *Chevroncorp.gcs-web.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.chevron.com/-/media/chevron/annual-report/2019/documents/2019-Annual-Report.pdf
57. Chevron 10-K 2018. *Chevroncorp.gcs-web.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.chevron.com/-/media/chevron/annual-report/2018/documents/2018-Annual-Report.pdf
58. Chevron Announces Agreement to Acquire Noble Energy. *Www.chevron.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.chevron.com/stories/chevron-acquires-noble-energy
59. Chevron announces agreement to acquire renewable energy group. *Www.chevron.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.chevron.com/newsroom/2022/q1/chevron-announces-agreement-to-acquire-renewable-energy-group

60. Shell cuts dividend for first time since World War Two. *Https://www.reuters.com/* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.reuters.com/article/us-shell-results-idUSKBN22C0TK
61. Big Oil Haunted By 100 $ crude trauma. *Www.reuters.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.reuters.com/markets/asia/big-oil-haunted-by-100-crude-trauma-2022-03-02/
62. Exxon Q3 2022. *Corporate.exxonmobil.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://corporate.exxonmobil.com/news/news-releases/2022/1028_exxonmobil-announces-third-quarter-2022-results
63. Exxon 10-K 2021. *Corporate.exxonmobil.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_376aedbd430c01a602c80d6c6e098d4e/exxonmobil/db/2301/21384/annual_report/2021-Annual-Report.pdf
64. Exxon 10-K 2020. *Corporate.exxonmobil.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_376aedbd430c01a602c80d6c6e098d4e/exxonmobil/db/2301/21383/annual_report/2020-Annual-Report.pdf
65. Exxon 10-K 2019. *Corporate.exxonmobil.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_376aedbd430c01a602c80d6c6e098d4e/exxonmobil/db/2301/21382/annual_report/2019-Summary-Annual-Report.pdf
66. Exxon 10-K 2018. *Corporate.exxonmobil.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_376aedbd430c01a602c80d6c6e098d4e/exxonmobil/db/2301/21381/annual_report/2018-Summary-Annual-Report.pdf
67. Why Occidental Petroleum, ExxonMobil, and Kinder Morgan Stocks Jumped Monday. *Www.nasdaq.com* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://www.nasdaq.com/articles/why-occidental-petroleum-exxonmobil-and-kinder-morgan-stocks-jumped-monday
68. *Pfizer 10-Q 2022* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://s28.q4cdn.com/781576035/files/doc_financials/2022/q3/05c570ca-2592-481c-adfc-0d98e644db88.pdf

69. *Pfizer 10-K 2021* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://s28.q4cdn.com/781576035/files/doc_financials/2021/ar/PFE-2021-Form-10K-FINAL.pdf
70. *Pfizer 10-K 2020* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://s28.q4cdn.com/781576035/files/doc_financials/2020/AR/PFE-2020-Form-10K-FINAL.pdf
71. *Pfizer 10-K 2019* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://s28.q4cdn.com/781576035/files/doc_financials/2019/AR/Pfizer-2019-Financial-Report.pdf
72. *Pfizer 10-K 2018* [online]. [cit. 2023-03-25]. Dostupné z: https://s28.q4cdn.com/781576035/files/doc_financials/2018/AR/2018-Financial-Report.pdf
73. Pfizer Completes Acquisition of Biohaven Pharmaceuticals. *Www.pfizer.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.pfizer.com/news/press-release/press-release-detail/pfizer-completes-acquisition-biohaven-pharmaceuticals
74. Viatris Q3 2022. *Https://investor.viatris.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investor.viatris.com/news-releases/news-release-details/viatris-reports-strong-third-quarter-2022-results
75. Viatris 10-K 2021. *Https://investor.viatris.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investor.viatris.com/static-files/80c709c0-39d1-46e4-8c5e-a9cc24e2a071
76. Viatris 10-K 2020. *Https://investor.viatris.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investor.viatris.com/static-files/0c9671da-424e-44d8-bf67-ed891ef15b19
77. Mylan/Viatris 10-K 2020. *Www.annualreports.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReports/PDF/NASDAQ_MYL_2019.pdf
78. Mylan/Viatris 10-K 2018. *Investor.mylan.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://investor.mylan.com/news-releases/news-release-details/mylan-reports-fourth-quarter-and-full-year-2018-results-and

79. FTC clears Mylan merger with Pfizer's Upjohn – with conditions News. *Pharmaphorum.com* [online]. 2022 [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: https://pharmaphorum.com/news/ftc-clears-mylan-merger-with-pfizers-upjohn-with-conditions

Seznam použitých tabulek

Tabulka č. 1: Výběr akciových titulů dle kritérií……..32
Tabulka č. 2: Fundamentální analýza VZ……33
Tabulka č. 3: Fundamentální analýza AT&T……..……..……37
Tabulka č. 4: Fundamentální analýza HUN……..……41
Tabulka č. 5: Fundamentální analýza CE……...……...…….…….45
Tabulka č. 6: Fundamentální analýza CVX……...……..…….48
Tabulka č. 7: Fundamentální analýza XOM……....……53
Tabulka č. 8: Fundamentální analýza PFE……..……..56
Tabulka č. 9: Fundamentální analýza VTRS…….…….…….…60
Tabulka č. 10: Hodnoty parametrů pro bodovací metodu…….…….…….……..…65
Tabulka č. 11: Bodovací metoda – jednotkové váhy…….……..……...……66
Tabulka č. 12: Bodovací metoda – diferencované váhy…….……...……..67

Seznam použitých grafů

Graf č. 1: Intenzivně diverzifikované portfolio – Francis Chou…….....15

Graf č. 2: Koncentrované portfolio – Nortbert Lou…….....15

Graf č. 3: Vývoj ceny akcie Chevron a ropy…….....50

Graf č. 4: Příjmy společnosti Pfizer dle segmentu ……..……...58

Graf č. 5: VTRS – příjmy dle segmentů……..62

Graf č. 6: Procentuální zastoupení akcií v portfoliu……71

Seznam obrázků

Obrázek č. 1: Reálná kumulativní návratnost aktiv v USA, 1900–2000…..……..…18

Obrázek č. 2: Logo Verizon Communications……..……34

Obrázek č. 3: Logo AT&T……..…….....37

Obrázek č. 4: Logo Huntsman Corporation…….....41

Obrázek č. 5: Logo Celanese…….....45

Obrázek č. 6: Logo Chevron……..49

Obrázek č. 7: Logo Exxon……...…….....53

Obrázek č. 8: Logo Pfizer…….....56

Obrázek č. 9: Logo Viatris…….……...60