

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví
Katedra bankovníctví a pojišťovnictví

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví
Studijní obor: Bankovníctví a pojišťovnictví



Selekce nejvýkonnějších akcií vybraného odvětví na americkém akciovém trhu

Autor diplomové práce: Bc. Jan Vrabčák
Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Jitka Veselá, MBA, Ph.D.
Rok obhajoby: 2019

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „**Selekce nejvýkonnějších akcií vybraného odvětví na americkém akciovém trhu**“ jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloženém seznamu.

V..... dne

.....

Poděkování:

Děkuji touto cestou doc. Ing. Jitce Veselé, MBA, Ph.D. za cenné rady, ochotu a vstřícný přístup při zpracování této práce. Rád bych zde poděkoval také celé své rodině za podporu a trpělivost během mých studijních let.

Anotace:

V této práci je kladen důraz na aplikování ověřené teorie fundamentální akciové analýzy v praxi. Čtenář je v průběhu proveden celým postupem předcházejícím konečnému rozhodnutí o koupi akcie. Stanoveným cílem je tedy názorně popsat a zároveň provést čtenáře celým procesem selekce potenciálně nejvýkonnějších akcií od tvorby podkladů, přes zpracování analýz i výpočtů, až po odhalení potenciální ziskové příležitosti a finální investiční rozhodnutí. V práci jsou od sebe zcela odděleny části zpracované teorie a praktického využití, přičemž se obě dále dělí na jednotlivé kapitoly osvětlující ucelené tematické celky jakožto části fundamentální akciové analýzy.

Klíčová slova: Fundamentální akciová analýza, vnitřní hodnota, odvětvová analýza, finanční analýza.

Abstract:

In this work, emphasis is placed on the application of the proven theory of fundamental stock analysis in practice. Reader is being guided through the whole procedure preceding the final decision about buying the stock. The stated objective is therefore to illustratively present and guide the reader through the whole process of selection of stock with potentially biggest performance from the preparations of the basis, through analyses and calculations, to revealing a potential profit opportunity and final investment decision. In the thesis, the parts of the processed theory and of the practical use are completely separated from each other, while both of which are divided into individual chapters illustrating the complete thematic units as part of a fundamental stock analysis.

Key words: Fundamental stock analysis, intrinsic value, analysis of industry, financial analysis

Obsah

Úvod.....	7
1 Teoretický vstup do problematiky	9
1.1 Fundamentální akciová analýza, její význam a výčet jednotlivých kroků.....	9
1.2 Důvody vedoucí k výběru sekundárního akciového trhu USA.....	10
1.3 Odvětvová fundamentální analýza	11
1.3.1 Citlivost na fázi hospodářského cyklu	11
1.3.2 Fáze životního cyklu odvětví.....	14
1.3.3 Tržní struktura odvětví.....	15
1.3.4 Stupeň regulace v odvětví.....	16
1.3.5 Vliv externích faktorů a strukturálních změn	17
1.3.6 Využití číselných statistik pro vzájemnou komparaci	18
1.4 Firemní fundamentální analýza.....	18
1.4.1 Metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie	19
1.5 Finanční analýza společností jako prostředek rychlé komparace mezi jednotlivými akciovými tituly.....	30
1.5.1 Ukazatele použité při finanční analýze	31
2 Praktická část práce	35
2.1 Odvětvová fundamentální analýza	36
2.1.1 Komerční a retailové bankovníctví.....	36
2.1.2 Obnovitelná energie	41
2.1.3 Automobilový průmysl	46
2.1.4 Farmaceutický průmysl.....	50
2.1.5 Porovnání jednotlivých odvětví	55
2.1.6 Výběr nejperspektivnějšího odvětví s vysokým růstovým potenciálem ..	60
2.2 Komparace vybraných zástupců odvětví pomocí finanční analýzy a zohlednění aktuální situace konkrétních firem.....	61
2.2.1 Výběr firem pro analýzu	61

2.2.2	Analýza rentability.....	62
2.2.3	Analýza zadluženosti	63
2.2.4	Analýza likvidity.....	64
2.2.5	Analýza cyklu hotovostní konverze.....	65
2.2.6	Vyhodnocení výsledků z analýzy	67
2.2.7	Rešerše k vybraným společnostem	68
2.3	Určení vnitřní hodnoty vybraných akciových titulů	70
2.3.1	Vnitřní hodnota akcie Gilead Sciences	70
2.3.2	Vnitřní hodnota akcie Bristol-Myers Squibb.....	74
2.3.3	Vyhodnocení odhadů vnitřních hodnot, jejich komparace s míněním profesionálních analytiků a doporučení týkající se koupě/prodeje.....	79
	Závěr	82
	Zdroje.....	85
	Tabulky a grafy.....	89

Úvod

Bohatství, moc, peníze, svoboda nebo nekonečné možnosti. Právě takové asociace se lidem často vybaví, když slyší o Wall Street, miliardách hodnotového investora Warrena Buffeta a investicích do akcií. Také tato mince má ale i druhou stranu a investování do akcií umí být stejně štědré, jako nelítostné vůči odvážlivcům, kteří se vydají do tohoto světa. Za pohybem ceny, toho nejdůležitějšího faktoru, rozhodujícího o úspěchu milionů účastníků obchodů ale nestojí ani náhoda, ani vyšší síly. Jsou to nejčastěji reálné události v ekonomice, finanční výsledky skutečných společností a nesporně existující trendy v našem světě, které udávají směr rozhodnutím jednotlivých investorů po celém světě o koupi či prodeji, stejně jako směr šipky v grafu nebo v konečném důsledku zelenou a červenou barvu na číslech v našich portfoliích. Čas a velká spousta kvalitně vykonané práce teoretiků i praktiků investování nám dala do ruky nástroj, umožňující „věštit budoucnost“ a odhalit skutečnou hodnotu, za kterou by se akciové tituly měly prodávat. Jde o fundamentální akciovou analýzu a právě o jejím praktickém využití se bude pojednávat v této práci.

Práce má tedy za cíl, pomocí aplikování ověřené teorie v praxi, názorně popsat a zároveň provést čtenáře celým procesem selekce potenciálně nejvýkonnějších akcií od tvorby podkladů, přes zpracování analýz i výpočtů, až po odhalení potenciální ziskové příležitosti a finální investiční rozhodnutí. Právě uceleností popisu procesu výběru hodnoceného odvětví i akcií by se práce měla lišit od většiny (na toto téma) již zpracovaných akademických prací.

Rozhodl jsem se abstrahovat od globální fundamentální analýzy z důvodu předem daného výběru lokalizovaného trhu USA a většího prostoru pro ostatní části, ve kterých je, dle mého názoru, větší flexibilita i možnost být inovativní. V první části práce se proto již věnuji odvětvové fundamentální analýze, v průběhu které zkoumám aktuální stav a očekávaný budoucí vývoj čtyřech odlišných odvětví. Výstupem této části je volba nejvíce perspektivního odvětví, které bude tvořit stabilní základy pro dynamický růst svých společností. V druhé části práce porovnávám několik společností mezi sebou pomocí rychlé a efektivní finanční analýzy, jejíž přidanou hodnotou je identifikace společností, které se po finanční stránce jeví jako „zdravé“. To znamená, že jsou nadprůměrně ziskové, nepříliš zadlužené, mají dostatek likvidity pro řešení náhlých potíží a pracují efektivně se svým pracovním kapitálem. Třetí a poslední část práce je tvořena určováním vnitřních hodnot akcií společností s nejlepšími výsledky finanční analýzy

pomocí několika osvědčených modelů. Výsledky výpočtů nakonec srovnávám s aktuální tržní cenou i s odhady analytiků a doporučuji/nedoporučuji akcie ke koupi.

K výběru tohoto tématu mě vedlo zejména přesvědčení, že fundamentální akciová analýza je velice komplexním tématem přesahujícím svět investic, jehož využití zasahuje až do oblasti korporátních financí. Postupné zdokonalování a praxe v této oblasti získaná nejen tvorbou této práce mi pomůže jak v práci, tak při správě a investování vlastního majetku.

1 Teoretický vstup do problematiky

V této kapitole bude podrobně popsána pomocí uznávaných literárních zdrojů dostupná teorie, týkající se především akciové fundamentální a odvětvové analýzy, která bude sloužit jako podklad pro postupy použité v praktické části této práce.

1.1 Fundamentální akciová analýza, její význam a výčet jednotlivých kroků

Pojem fundamentální akciová analýza reprezentuje ten nejkomplexnější soubor metod zkoumání správného ocenění akcie, resp. určení její vnitřní hodnoty, a tím i vysvětlení následného pohybu kurzu. Tato analýza přitom zkoumá podstatné ekonomické, politické, geografické, sociální ale i demografické faktory. Ty ovlivňují rozhodovací proces investorů a majitelů akcií, což má skrze střet nabídky a poptávky na sekundárních trzích konečný vliv právě na cenu akcie. Je to zejména neefektivita trhu, členitost jednotlivých subjektů a jejich odlišných motivací i reakcí na nové informace, co nám jako potenciálním investorům umožňuje pomocí fundamentální akciové analýzy dosahovat zisku.

Zisk je primárním motivem nákupu akcií. Aby ho investor dosáhl, hledá akcii, jejíž aktuální tržní cena je nižší než její vnitřní hodnota, jedná se o tzv. **podhodnocené akcie**. Stejně tak se soubor těchto metod používá k odhalení **nadhodnocené akcie** v portfoliu již vlastněných akciových titulů, takovou akcii investor ztrácí motivaci držet a volí její prodej. Kromě otázky správné ceny akcie dokáže tento přístup zodpovědět i otázku: „Proč je daná akcie podhodnocená nebo nadhodnocená a proč lze do budoucna očekávat růst nebo pokles určitých fundamentálních veličin?“¹ Přístup přitom nezkoumá pouze firemní faktory ovlivňující kurz dané akcie, ale také faktory daného odvětví, ve kterém se firma pohybuje, stejně jako faktory globální. Důvodem je přímý vliv firemního okolí na vývoj ekonomické prosperity firmy a v konečném důsledku tak i na finanční prospěch majitele akcií.² Z tohoto důvodu se fundamentální akciová analýza provádí ve třech krocích či úrovních³:

1) **globální fundamentální analýza;**

2) **odvětvová fundamentální analýza;**

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 310

² VEBER, J. *Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita*, Praha: Management Press, 2009, kapitola 11

³ Srovnejme s bodem 1

3) firemní fundamentální analýza.

Pořadí těchto kroků záleží na použití přístupu „seshora“ (anglicky top-down) či „zezdola“ (anglicky bottom-up). Můžeme si tedy vybrat, jestli si najdeme perspektivní firmu a poté budeme zkoumat, zda-li bude její optimistický výhled podpořen také externími vlivy okolí, nebo jestli zhodnotíme aktuální situaci na trhu a vhodnost toho času k investování, včetně prognózovaného vývoje makroekonomických ukazatelů pro nákup akcií. V tom případě si budeme vybírat politicky, ekonomicky i demograficky silnou a stabilní zemi a v ní perspektivní odvětví, z něhož si nakonec koupíme akcii firmy s největším ziskovým potenciálem.¹

V této práci budu používat kombinaci z výše uvedených postupů způsobem popsáním dále v praktické části práce. Považuji ale za důležité čtenáři sdělit, že zkoumání makroekonomických faktorů z hlediska vlivu na kurz akcie nebude v této práci zpracováno. Příčinou je jednoznačné zaměření diplomové práce na akciový trh Spojených států amerických a společnosti zde umístěné, což znamená, že zkoumané akcie budou mít stejné makroekonomické podmínky a nedává proto smysl provádět globální fundamentální analýzu. Současně považuji za správné poukázat na fakt, že právě tyto faktory ovlivňují dle historických studií akciové kurzy nejvíce², a proto by se jejich examinace neměla podceňovat. V další subkapitole popíši důvody, proč investovat do akcií na americkém akciovém trhu.

1.2 Důvody vedoucí k výběru sekundárního akciového trhu USA

Jedním z důvodů vedoucích k výběru amerického akciového trhu je, že tím dosahujeme rozsáhlé geografické diverzifikace. Velká část příjmu společností listovaných na tomto trhu totiž dosahuje příjmů mimo USA, a to takřka po celém světě. V roce 2016 přibližně 43 % příjmů generovaných společnostmi z indexu S&P 500 pocházelo mimo USA. Navíc, spoustu společností listovaných na amerických burzách ve skutečnosti pochází ze zemí mimo USA. Dalším důvodem je právě velikost trhu, počet firem, obchodů i investorů a s tím spojená vysoká likvidita zaručující věrnější odraz skutečné hodnoty akcií v její prodejní a kupní ceně. V dubnu 2018 čítala tržní kapitalizace akcií v USA 32,3 bilionů USD, přičemž druhý největší trh (Čína) dosahovala „pouhých“ 6,9 bilionů USD.³ Právě velikost a vysoká rozvinutost tohoto trhu dává ostatním

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 310–311

² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 333

³ ISKYAN, Kim. Four reasons you should invest in U.S. stocks. *Stansberry Churchouse Research* [online]

účastníkům trhu a zejména pak těm, kteří mají za cíl šířit informace a podporovat tak efektivitu trhu. Ve výsledku je to právě sekundární akciový trh v USA, kde máme nejlepší přístup k informacím a můžeme se tak nejlépe rozhodnout o koupi či prodeji akcie.

1.3 Odvětvová fundamentální analýza

Vzhledem k tomu, že tato práce má za cíl provést zájemce o portfoliovou investici skrze celý proces selekce té nejperspektivnější akcie, bude zde kladen velký důraz právě na odvětvovou fundamentální analýzu, neboť konečné firmě se velice pravděpodobně nebude dařit, pokud se nebude dařit celému jejímu odvětví jako celku, zkrátka je nutné, aby firmě nestály v cestě faktory ovlivňující celé odvětví. Považuji zároveň za vhodné nyní uvést, že dle výzkumů uváděných v knize *Investment analysis & Portfolio management* od F.K. Reillyho a K.C. Browna není prakticky žádný vztah mezi výkonem odvětví jako celku v dřívějším a pozdějším okamžiku, pokud myslíme v časové rovině alespoň jednoho roku a více. Takové zjištění nicméně neztrácuje využití odvětvové fundamentální analýzy, ale ukazuje, že faktory ovlivňující odvětví se rychle mění a je třeba se dívat spíše do budoucnosti a nezaobírat se minulostí. Právě těmito vlivy ovlivňující odvětví jako celek se budu v této kapitole zabírat.¹

Každé odvětví má svá specifika, každé může reagovat odlišně než druhé, např. na vývoj ekonomiky (fázi hospodářského cyklu). Může mít jinou míru ziskovosti, může anebo nemusí být pod silným vlivem regulace, může na něj různě působit jistý sociální trend ve společnosti, demografický vývoj nebo politické faktory, resp. politika státu vůči podpoře některých částí ekonomiky.² V dalších kapitolách popíšu jednotlivé odvětvové faktory včetně jejich potenciálního dopadu na hospodaření firmy.

1.3.1 Citlivost na fázi hospodářského cyklu

Jednotlivá odvětví, resp. tržby, zisky a tím i akciové kurzy reagují na střídání fází hospodářského cyklu odlišně. Přitom může jít nejen o různou intenzitu, ale také o čas, po jakém k reakci dojde, či o její směr. Některá odvětví zkrátka prosperují více než jiná v závislosti na různých obdobích. Tato charakteristika také určuje, jak obtížný a akurátní je následný proces fundamentální akciové analýzy. Platí, že u odvětví citlivých na aktuální stav hospodářského cyklu se analytik při analýze firmy nemůže významně spoléhat na historická data. Často také záleží, co vedlo k změně hospodářského cyklu.

¹ REILLY, Frank K. a Keith C. BROWN. *Investment analysis and portfolio management*, Mason, OH: Cengage Learning, Inc, 2002, s. 489

² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 349

Např. při prasknutí internetové bubliny („Dot-com bubble“) a následném propadu akciových trhů byly jednotlivé odvětví ovlivněny velmi různorodě v závislosti na tom, co bylo jejich zaměřením.¹

V následující tabulce je možné vidět výběr některých odvětví a procentuální změna jejich indexu v roce 2001:

Tabulka 1: Ukázka pohybu odvětvových indexů dle členění Dow Jones U.S. industry groups za rok 2001

Odvětví	Procentní změna v ceně indexu
Pokročilé průmyslové stroje a vybavení	46,85 %
Výroba hraček	38,89 %
Stavební firmy	33,62 %
Ocelářský průmysl	16,76 %
Vývoj softwaru	- 15,94 %
Bezdrátové komunikační zařízení	-21,96 %
Výroba počítačů	-24,24 %
Komunikační technologie	-56,58 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě REILLY, Frank K. a Keith C. BROWN. *Investment analysis and portfolio management*, Mason, OH: Cengage Learning, Inc, 2002, s. 488

Z výše vyobrazené tabulky tedy opět vyplývá, jako důležitá může v některých případech odvětvová analýza být. Pokud ale nebudeme brát v potaz příčinu změny cyklu, lze říci, že podle citlivosti můžeme rozdělit odvětví do tří skupin²:

- **cyklická odvětví;**
- **neutrální odvětví;**
- **růstová odvětví.**

Cyklická odvětví jsou taková, jejichž výkon sleduje vývoj hospodářského cyklu. U firem patřících do těchto odvětví můžeme očekávat velmi vysoké kurzové vzestupy v době, kdy ekonomika expanduje a naopak pokles spatřujeme v době ekonomické recese. Akciové kurzy těchto firem dokonce předbíhají reálný vývoj ekonomiky. Společnosti, které se do tohoto odvětví řadí, jsou zejména ty, jejichž produktem jsou

¹ REILLY, Frank K. a Keith C. BROWN. *Investment analysis and portfolio management*, Mason, OH: Cengage Learning, Inc, 2002, s. 488

² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 327

statky, jejichž nákup/spotřebu je možné odložit na období, kdy se bude více dařit, a spotřebitelé budou mít k dispozici větší důchody. K cyklickým odvětvím řadíme např. stavební průmysl, automobilový průmysl, finanční sektor, průmysl dlouhodobých spotřebních statků, průmysl vyrábějící luxusní statky nebo kapitálové statky jako např. strojírenství. Akcie firem vyrábějících spotřební statky jsou nejvýkonnější na začátku či ve střední fázi vzestupného trendu a naopak nejhorší výsledky mají v době počáteční a střední fáze cyklu sestupného. Výsledky společností vyrábějících kapitálové statky jsou závislé na aktuálním využití výrobních kapacit. Akcie těchto firem mají nejlepší výkon ve střední a závěrečné fázi konjunktury, nejhorší naopak v poslední fázi sestupného trendu, kdy firmy nerozšiřují výrobu a neinvestují. Firmy v této skupině mají nejčastěji poměrně vysoký faktor Beta, tedy vyšší než 1¹.

Ve výsledcích firem a tím i akciových kurzech **neutrálního odvětví** již nevidíme signifikantní korelaci s vývojem hospodářského cyklu. Jde totiž zejména o odvětví, jejichž produktem jsou nezbytné statky, kde je zajištěn odbyt nehlédě na aktuální situaci v ekonomice. Dá se také říct, že výrobky z těchto odvětví mají nízkou cenovou elasticitu. Jedná se zejména o potravinářský a farmaceutický průmysl nebo např. tabákový průmysl. U takových odvětví je možné spatřit konstantní poptávku. Dále může jít o odvětví, která nabízejí levnější substituty dražších výrobků používaných v období konjunktury. Nejlepší kursové výsledky jsou dosahovány v počáteční fázi sestupného akciového trendu, kdy portfolioví investoři převrstvují svá portfolia tak, aby je pokles ekonomiky co nejméně zasáhl. Nejhorších výsledků se pak dostává v počáteční fázi vzestupného trendu. Společnosti této skupiny mají nejčastěji Beta faktor nižší než 1.²

Třetí kategorií v tomto členění jsou **růstová odvětví**. Ty vykazují nadstandardní růst tržeb a zisků, což se promítá do rychle se zvyšující vnitřní hodnoty akcií a tím i růstu ceny. Velkým přáním každého investora je schopnost identifikovat takové akcie hned na počátku tohoto překotného růstu a participovat tak na významném vzestupu ceny. Prognózovat vývoj relevantních ukazatelů nicméně není jednoduchý proces, neboť růstový potenciál může být již po krátké době vyčerpán vlivem nasycenosti poptávky, zastarávání technologie nebo objevem nových metod. Odvětví, která můžeme označit za růstová, se často mění. V poslední době mezi ně patřily např. počítačový průmysl, výroba smartphonů či moderních lékařských zařízení.³

¹ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 349

² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 350

³ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 330

1.3.2 Fáze životního cyklu odvětví

Jedním z nejvíce populárních nástrojů při hodnocení odvětví je segmentace dle životního cyklu odvětví, které určuje životaschopnost odvětví napříč časem. Teorie určuje tři až čtyři etapy, které ukazují vývoj jednotlivých odvětví od začátku do konce:

- **pionýrská etapa;**
- **etapa rozvoje;**
- **etapa dospělosti/stabilizace;**
- **úpadek.**

Jak už jméno napovídá, **pionýrská etapa** je tím nejrizikovějším bodem na časové ose korporátního vývoje. Odvětví se snaží založit trh pro své výrobky, přijetí produktu přitom není jisté a neexistuje přehledná business strategie. Existuje vysoká potřeba finančních zdrojů pro pracovní kapitál a nové kapitálové statky, zatím co je celé odvětví ve ztrátě, nebo zápasí s nízkou marží. Jeho potenciál k úspěchu láká kapitálové investory ochotné nést velmi vysoké riziko. Dle teorie přibližně 7 z 10 start-upů s potenciálem založit nové odvětví nepřežije. Pro ta odvětví, která se proboují do pozdější fáze této etapy, platí vysoký růst tržeb, zisku a také konkurence, kterou láká obrovský výnosový potenciál.¹

Další etapou je **etapa rozvoje**. V tomto čase jsou již produkty tohoto odvětví přijaty trhem. Zároveň už existuje pro odvětví a jeho firmy jistá historie, která může analytikům sloužit pro odhad budoucích veličin. Otázka zní, jak moc bude odvětví růst a jak dlouho. V této etapě typicky raketově roste poptávka po produktu, o kterém dříve spotřebitelé ani nevěděli, že ho potřebují. Firmy přeživší pionýrskou fází dále rostou a expandují. Kolísavost zisků a vnitřních hodnot akcií se snižuje stejně tak jako celkové investory vnímané riziko. Konkurence je stále významná, a proto je jinak potenciálně tučná marže společností držena na přijatelné úrovni. Tak jak se postupně stabilizuje, co se týče konkurence i kolísavosti výsledků, celé odvětví, plynule se odvětví posouvá do další etapy.

Tou je **etapa dospělosti/stabilizace**. V ní se již setkáváme pouze s malou kolísavostí tržeb, zisků a akciových kurzů. Výsadní postavení mají renomované, silně zakořeněné a stabilní firmy, které jsou často reprezentanty celého odvětví. Výnosová míra akcií v takovém odvětví sice klesá, stejně tak činí ale velikost podstupovaného rizika.

¹ INSTITUTE, CFA. *CFA program curriculum. Volume 4: Equity : Level 2*, Boston, MA: Pearson Custom Publishing, 2009, s. 227

V tomto bodě se odvětví může vydat dvěma směry, první z nich je jistá převratná inovace, která odvětví vrátí zpět do růstové, ba dokonce pionýrské fáze. Pro to by ale musely mít společnosti dostatek kapitálu i kapacit a přijít s novou převratnou technologií.¹

Druhou možností je pak postupný **úpadek celého odvětví**. Poptávka po produktech postupně klesá a zbývající společnosti bojují o podíl z postupně se zmenšujícího trhu. Odvětví již nepotřebuje další výrobní kapacity a zisková marže se rychle tenčí. Proto odvětví nepřitahuje kapitál a zavedené firmy začínají opouštět sektor. Poté, co poptávka zcela vymizí, zbývající firmy bankrotují a konsolidují se do větších celků. Těm lepším se podaří diversifikovat své produktové portfolio a přejdou tak do nových a slibnějších odvětví.²

1.3.3 Tržní struktura odvětví

Tato charakteristika zkoumá odvětví skrz mikroekonomický pohled na stupeň konkurence v daném odvětví, jejíž intenzita výrazně determinuje firemní strategii a ziskovost. Sleduje se počet společností v daném odvětví, bariéry vstupu podnikání v daném sektoru, charakter vyráběných produktů či způsob tvorby cen. V rámci tohoto členění odvětví dělíme následovně³:

- **monopolní tržní struktura;**
- **oligopolní tržní struktura;**
- **nedokonalá konkurence;**
- **dokonalá konkurence.**

Prvním typem tržní struktury odvětví je **Monopolní tržní struktura**. Ta se vyznačuje existencí jediné firmy na trhu. Vstupu dalších firem brání bariéry, které nelze snadno překonat. Společnost dosahuje nadstandardních zisků, což má pozitivní vliv na růst ceny akciového titulu. Nulová konkurence ale znamená, že firma nemá důvod dále inovovat a snižovat náklady. Firemní sledované veličiny jsou ale díky nulové hrozbě konkurentů velice stabilní, což ulehčuje analytikům jejich prognózu. Mezi hlavní zástupce těchto odvětví patří poštovní služby, telekomunikace, železnice, výroba a rozvod tepla, plynu a elektrické energie. Tyto odvětví mají často markantní bariéry vstupu v podobě potřeby vysokých investic do dlouhodobého majetku v podobě přenosové, distribuční nebo transportační soustavy.

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 327

² INSTITUTE, CFA. CFA program curriculum. Volume 4; *Equity: Level 2*, s. 228

³ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 331-332

Dalším typem je **oligopolní tržní struktura**. I zde je poměrně nízká úroveň konkurence, ale v této struktuře již působí více subjektů. Jedná se o několik málo podobně silných společností s významným podílem na trhu. Vstupu dalších konkurentů na trh brání opět bariéry, často v podobě udělení licencí, vysoké kapitálové náročnosti nebo vliv silné regulace. Také v této struktuře zjišťujeme relativně stabilní výkon firem bez větších výkyvů, není-li odvětví silně korelováno s vývojem hospodářského cyklu. Mezi zástupce této tržní struktury řadíme např. finanční průmysl, automobilový průmysl nebo odvětví mobilních operátorů.

Třetím druhem je **nedokonalá konkurence**. V takové tržní struktuře působí velké množství firem, bariéry vstupu do podnikání jsou lehce překonatelné a produkt jednotlivých firem není příliš diferencovaný. Žádná společnost nemá výsadní postavení. Příznačné je pro tuto tržní strukturu velmi vysoká kolísavost vývoje tržeb a zisků, což znesnadňuje práci analytikům. Takovouto tržní strukturu najdeme např. v odvětví zemědělství, pohostinství nebo základních potravin.

Jako poslední známý typ tržní struktury označujeme **dokonalou konkurenci**. Zde se nevyskytují žádné překážky, které by bránily vstupu do podnikání. Zisk je determinován pouze vývojem poptávky a nabídky a dá se považovat za extrémně nestabilní, což činí jakoukoliv prognózu prakticky nemožnou. Celý tento koncept je spíše hypotetickým modelem, který reálně neexistuje.

1.3.4 Stupeň regulace v odvětví

Vymezení stupně regulace v odvětví je jednou z dalších oblastí, kterou je třeba brát v zřetel při výběru vhodného odvětví pro investice do akcií. Způsob a míra regulace totiž mohou zásadní mírou ovlivnit stupeň ziskovosti a růstu firem v daném odvětví, stejně tak jako výsledný pohyb akciových kurzů. Regulační orgány mohou užívat zejména tyto způsoby:

- **omezování vstupu do odvětví skrze udělování licencí;**
- **regulace cen;**
- **opatření vyvolávající dodatečné náklady firem;**
- **poskytování subvencí a dotací;**
- **preferenze odvětví ze strany vlády;**
- **stanovení pravidel pro hospodářskou soutěž.**

Tvorba bariér vstupu do odvětví napomáhá vzniku oligopolní struktury a snížení konkurence. Pro zavedené firmy v takovýchto odvětví bývá typické dlouhodobé

dosahování nadprůměrných zisků, což podněcuje růst ceny akcie. Regulace cenotvorby a stanovování cenových stropů dále znamená významný zásah do tržního prostředí. Vyvolaná cenová stabilita má nicméně důsledek ve formě stabilních tržeb a zisků firem v takto regulovaném odvětví, což je hodnoceno příznivě díky nižšímu riziku. Mezi opatření vyvolávající dodatečné náklady firem patří zejména pokuty, sankce a náhrady za poškozování životního prostředí či ohrožování bezpečnosti. U firem (např. z chemického či těžářského průmyslu) je vlivem technologických postupů třeba počítat s takovými událostmi, které mohou resultovat právě ve značně vysoké dodatečné náklady s vlivem na akciový kurz firmy. Dalším zásahem je poskytování dotací a subvencí, které mají za cíl obvykle napomoci danému odvětví či firmě. V realitě jsou takové peníze ale využívány často neefektivně a proto nelze automaticky očekávat navýšení tržeb a zisků firmy. Co má naopak výrazný vliv na růst odvětví i samotné ceny akcie je podpora ze strany vlády v důsledku realizace vládního programu (výstavba a oprava silnic, výroba zbraní před/při válečném konfliktu). Můžeme tedy s nadsázkou tvrdit, že v závislosti na okamžiku investice je „ceteris paribus“ vhodné vybírat odvětví které bude mít zaručený stálý/rostoucí odbyt díky vládnímu zásahu. Určením pravidel hospodářské soutěže se snaží regulační orgán chránit spotřebitele a snižovat ztrátu společenského blahobytu. Z pohledu investora a potenciálního majitele firmy však jde ale o spíše negativní události vedoucí k omezení růstu a navýšení nákladů, a tedy i ke snížení zisku.¹

1.3.5 Vliv externích faktorů a strukturálních změn

Vnější prostředí, v kterém firmy působí, se mění s velmi agresivně rostoucím vývojem nových technologií čím dál tím rychleji. Mezi další významné externí faktory patří také vliv sociálních a demografických změn a změn životního stylu.

Vývoj nových technologií může ovlivnit vysoký počet odvětvových charakteristik, např. to jak rychle a jakým způsobem dochází k výrobě a předání produktu či služby. Jako příklad lze uvést zánik mikroodvětví výroby palivových karburátorů ve spalovacích motorech poté, co byla vynalezena technologie elektronického systému vstřikování paliva. Díky změnám technologie mají často investiční analytici velký problém ocenit firmu, příkladem je neustálý vývoj mikroprocesorů a informačních technologií obecně, který v minulosti několikrát zapříčinil mnohonásobný růst tržeb v příslušném odvětví. Postupný rozvoj letecké přepravy ovlivňuje pokles osobní

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 333-335

přepravy skrze železnici. Dá se považovat za důležité vnímat to, jaký dopad budou mít nové technologie na odvětví, do kterého se chystáme zainvestovat, či podpoří jeho růst nebo odstartují jeho postupný úpadek.¹

Změny v demografické situaci, jako je např. baby boom mají také zásadní vliv. Např. největší baby boom v USA, tedy vysoký nárůst porodnosti po druhé světové válce měl rozsáhlé následky pro odvětví jako třeba zdravotnictví, stavebnictví nebo výroba hraček. Stejná generace poté po roce 2000 zapříčinila růst zprostředkování finančních služeb a pokles prodeje spotřebního zboží, neboť „šetřivější“ senioři měli menší sklon ke spotřebě a spíše hledali a hledají způsob uložení svých peněz. Vývoj způsobu životního stylu, trendů a módy. Příkladem může být vzestup a pád džínového oblečení pro mikroodvětví džínového textilu nebo nynější trend suburbanizace pro stavaře rodinných domků.²

1.3.6 Využití číselných statistik pro vzájemnou komparaci

Jak už bylo v této práci výše uvedeno, existuje velmi malý nebo téměř žádný vztah mezi výkonem odvětví jako celku v dvou po sobě následujících obdobích. To ovšem neznamená, že nelze využívat dlouhodobá historická data k určení toho, jak moc výkonné odvětví v dlouhodobém průměru je např. co se týče návratnosti kapitálu (skrže ukazatel return on equity, neboli „RoE“, podrobně vysvětlený v kapitole 1.5.1), a to ve vzájemném porovnání mezi jednotlivými odvětvími nebo např. vůči portfoliu firem v nějakém odvětvově namíchaném indexovém portfoliu firem.³ Zajímavé může být také zhodnocení oblasti dividend v odvětví, resp. jak velká dividendy v průměru připadá na jednu akcii v aktuálním kurzu (vypočteno jako dividendy v USD ku ceně akcie).⁴

1.4 Firemní fundamentální analýza

Pokud bychom žili v ideálním světě, jednotlivým firmám z jednoho daného odvětví by se dařilo všem naprosto stejně, díky čemuž by nebylo nutné provádět detailní analýzu samotné společnosti. To se ale v praxi neděje a výkony jednotlivých akcií stejného odvětví se velmi liší.

Firemní fundamentální analýza má za cíl určit vnitřní hodnotu akcie, utvářenou několika různými faktory a charakteristikami dané firmy, jako např. velikost firmy, její

¹ REILLY, Frank K. a Keith C. BROWN. *Investment analysis and portfolio management*, Mason, OH: Cengage Learning, Inc, s.493–521

² Srovnejme s bodem 1

³ Srovnejme s bodem 1

⁴ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 10333

rentabilita, výnosové příležitosti do budoucnosti nebo finanční politika. Jsou v ní rovněž již zahrnuty faktory působící na úrovni odvětvové a globální. Tato vnitřní hodnota je poté porovnávána s aktuální cenou na trhu s cílem určit, zda je akcie podhodnocená, nadhodnocená či správně oceněná. Celý proces má za účel odhalit, je-li akcie vhodná k investování, či je naopak doporučen její prodej. Tržní kurz, který proti vnitřní hodnotě stavíme, je výsledkem střetu nabídky a poptávky a obvykle se nepohybuje na úrovni vnitřní hodnoty, nýbrž kolem ní kolísá a často se po delší dobu udržuje pod, nebo naopak nad touto úrovní. Na trhu totiž neustále probíhá kontinuální ohodnocovací proces, kdy se osoby analyzující daný akciový titul snaží odhalit podhodnocené a nadhodnocené tituly s cílem dosáhnout zisku ať už sobě nebo těm, jimiž jsou v konečném důsledku placeni za svou práci.¹

1.4.1 Metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Fundamentální firemní analýza zná velké množství početních metod stanovení vnitřní hodnoty akcie. V rámci výpočtů se všechny firemní finanční veličiny používají ve vztahu k jedné akci. Níže je definováno např. D jako dividenda, v praktické části ale budeme počítat s dividendou na jednu akcii tak, aby nám vyšla vnitřní hodnota právě jedné akcie. V praxi se používají zejména tyto modely, z nichž některé (ty nejznámější a nejlépe využitelné) varianty jednotlivě představím v další části této práce:

- dividendové diskontní modely;
- ziskové modely;
- cash flow modely;
- model nadměrného výnosu a model EVA;
- bilanční modely, bilanční modely, modely tržeb a další.

Dividendové diskontní modely jsou metody založené na principu současné hodnoty budoucích příjmů pro majitele akcie. Přístup je nejvíce používaným konceptem v současné akademické investiční ekonomii. Vnitřní hodnota akcie je součtem současné hodnoty budoucích dividend do n-tého období a současné hodnoty očekávané prodejní ceny akcie v n-tém období. Při výpočtu se používají následující veličiny a vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty akcie držené po dobu dvou let je definován takto:

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 335–339

(1.1)

$$VH = \frac{D_1}{(1 + k_e)} + \frac{D_2 + P_2}{(1 + k_e)^2}, kde:$$

VH vnitřní hodnota akcie;

D_n očekávaná dividenda v n-tém roce;

P_n očekávaná prodejní cena v n-tém roce;

K_e požadovaná výnosová míra.

Protože se ale v případě akcie jedná o neumořitelný cenný papír často bez přesné plánované doby držby, pak se tato doba při výpočtu rovná nekonečnu a v tom případě prodejní cenu akcie vypouštíme. Existuje zde navíc předpoklad, že všechny budoucí prodejní ceny jsou ovlivněny právě výší dividendy. Při výpočtu vnitřní hodnoty se analytici dále soustředí na stanovení **očekávané míry růstu dividend (g)**, která má na ocenění akcie velmi výrazný vliv a i malá změna tohoto ukazatele znamená velký rozdíl v ocenění, proto je při jeho určování třeba postupovat s velkou opatrností. Pro stanovení můžeme použít tzv. **udržovací růstový model**, který nám udává růst dividend při předpokladu zachování stejných finančních vztahů v rámci návratnosti vlastního kapitálu (ROE) a míře zadrženého zisku (nevyplaceného na dividendách) na celkovém čistém zisku po zdanění (anglicky „**Retention ratio**“, **označováno jako b**):

(1.2)

$$g = ROE \times b$$

Druhou možností, kterou budeme využívat pro určení míry růstu dividend (popř. zisku), je **historická normalizovaná míra růstu**. Její nevýhoda je, že hledí pouze zpět do minulosti a takto vypočtená míra růstu nemusí být zachována i do budoucna. Díky tzv. normalizaci nicméně alespoň zmírňuje výkyvy ve vstupech, které by mohly námi požadovanou hodnotu ve výsledku ovlivnit. Výpočet potom probíhá následovně:

- Určíme si období posledních **t** let, tedy počet let mezi dvěma historicky vyplacenými dividendami, kdy **t** volíme tak, aby sledovaná veličina **g** v tomto období byla relevantní i pro budoucí odhad. Tedy pokud bychom určovali **g** těsně po ukončené vleklé krizi trvající např. 3 roky, nebylo by dobré odhadovat

budoucí růst pouze na základě třech uplynulých podprůměrných let, kdy byla vyplácena nízká dividendy, resp. společnost dosahovala nízkého zisku.

- Vypočteme geometrický průměr z třech posledních dividend. (**D_{bližší}**)
- Vypočteme geometrický průměr z třech nejvzdálenějších období, resp. dividendy z počátku sledovaného období a dividendy z období před a po. (**D_{vzdálenější}**)
- **t** je potom počet let mezi středy těchto dvou geometrických průměrů
- Vypočteme **g** na základě vzorce:

(1.3)

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_{bližší}}{D_{vzdálenější}}} - 1$$

Analogicky potom postupujeme i v případě výpočtu zisku s tím rozdílem, že místo dividend používáme veličinu dosaženého zisku. Pro stanovení míry růstu zisku lze použít i udržovací růstový model, jehož předpoklady napovídají, že růst zisku bude stejný jako růst dividend.

Pro výpočet vnitřní hodnoty za předpokladu konstantní míry růstu dividend (**g**) a vyšší požadované míry **k_e** než **g** můžeme využít tzv. **Gordonův model**:

(1.4)

$$VH = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Požadovaná výnosová míra **k_e** je přitom rovněž velice důležitý faktorem s velkým vlivem na vypočtenou hodnotu. Používá se jako diskontní faktor při převodu dividend na současnou hodnotu a pro použití dividendového diskontního modelu musí být vždy vyšší než míra růstu dividend **g**. Pro stanovení této výnosové míry se v praxi používá koncepce modelu oceňování kapitálových aktiv (anglicky „capital asset pricing model“ označovaný jako **CAPM**). Při výpočtu se používají následující veličiny a vzorec pro výpočet této míry let je definován takto:

(1.5)

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + X, kde:$$

- R_f bezriziková výnosová míra ze státních pokladničních poukázek;
- β rizikový faktor měřící volatilitu výnosové míry akcie oproti zbytku trhu;
- R_m výnosová míra tržního akciového portfolia (většinou nějakého akciového indexu);
- X V praxi se používají ještě dodatečné prémie (za nízkou likviditu, velikost firmy, riziko země, apod.), které ale vzhledem k trhu a akciím, které budeme oceňovat, nejsou relevantní.

Dosud jsme vycházeli z předpokladu, že společnost, jejíž akcie hodnotíme, má konstantní míru růstu dividend. V praxi to tak ale většinou bohužel není. Růstová míra může být např. vyšší, pokud je firma v růstové fázi svého životního cyklu, pokud jsou vhodné podmínky v investičním prostředí (úroková míra, inflace, atd.), pokud probíhá konjunktura nebo díky tomu, že firma přišla s novým výrobkem na trh a dosahuje nadstandardních zisků. Jakmile firma „dospěje“, skončí konjunktura, nebo výrobek okopíruje konkurence, míra růstu dividend se vrátí k dlouhodobé **průměrné míře růstu** dividend. Ta se stanoví podle historických veličin růstové míry zisku a dividend tržního akciového portfolia. Při těchto podmínkách analytici používají tzv. **vícestupňový dividendový diskontní model**. Zde bude představena jeho dvoustupňová varianta ve formě **H-modelu**, kde se tempo růstu dividend nemění skokově, nýbrž mění se lineárně po nějakou dobu.¹ Při výpočtu se používají následující dosud nedefinované veličiny a vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí H-modelu je definován takto²:

H odpovídá polovině přechodné fáze poklesu/růstu mezi dvěma různými použitými měrami růstu dividend g_a a g_n a vypočítá se jako: **$H = (A+B)/2$** kde A je délka první fáze počínající začátkem plánované držby akcie až po okamžik, kdy se g začne měnit a kde B je délka období od počátku plánované držby až po okamžik, kdy se uvažovaná míra růstu dividend vrátí na svou průměrnou úroveň.

(1.6)

$$V_0 = \frac{D_0(1 + g_n)}{k - g_n} + \frac{D_0 \times H \times (g_a - g_n)}{k - g_n}, \text{ kde:}$$

¹ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 361–369

² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 363

g_a počáteční (výchozí) míra růstu dividend;
 g_n normální, průměrná (cílová) míra růstu dividend, která se uvažuje od 2H
 perpetuálně.

Dividendové diskontní modely se používají zejména u společností ve fázi expanze či dospělosti, neboť se u nich s větší přesností dá odhadovat výše dividend a zároveň často tyto dividendy tvoří větší podíl než kapitálové zisky. Tento model je používán zejména v akademickém prostředí, zatímco profesionální analytici ho kritizují. Mezi nevýhody tohoto typu modelů patří zejména:

- to, že nemůže být použit, pokud společnost nevyplácí dividendy (nebo jen malé);
- složitá prognóza při nestálé dividendové politice;
- obvyklá nepřesnost při horizontu vyšším než dva roky;
- malé nepřesnosti v odhadu g znamenají velké rozdíly v konečné VH;
- nejde použít pro mimořádně růstové společnosti, kde $g > k$ ¹.

Ziskové modely, vycházející z ukazatele „price-earnings ratio“ (P/E), se v praxi používají mnohem častěji. Jeho zveřejňovaná podoba má charakter tzv. běžného P_0/E_0 , kde P_0 je aktuální cena akcie a E_0 je poslední zveřejněný roční zisk společnosti připadající na jednu akcii. Vypočte se tedy velmi jednoduše jako:

(1.7)

$$P_0/E_0 = \frac{P_0}{E_0}$$

Ukazatel představuje, kolik jednotek měny je investor schopen zaplatit za jednu jednotku zisku. Tento ukazatel je vlastně takovým hodnocením z hlediska popularity u investorů a je do něj promítnuto mnoho faktorů od makroekonomických vlivů (inflace, úroková míra, politická situace), přes odvětvové faktory, kdy odvětví stanou tzv. „v kurzu“ se obchodují s vyšším P/E, až po faktor kvality managementu. Zda je akcie nadhodnocená, nebo podhodnocená, zjistíme, pokud běžné P/E porovnáme s dalšími druhy ukazatele P/E.²

¹ MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 368–369

² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 370–372

Jedním z těchto ukazatelů je tzv. **normální P/E ratio**, pro jehož výpočet se používá transformovaný Gordonův model z modelu dividendového na ziskový:

(1.8)

$$P_0 = V_0 = \frac{E_1 \times p}{k_e - g} = \frac{E_1(1 - b)}{k_e - g}, \text{ kde:}$$

E_1 očekávaný zisk v příštím období;
 p dividendový výplatní poměr možný spočítat: vyplacené dividendy/zisk;
 g míra růstu zisku – při předpokladu konstantního dividendového výplatního poměru shodná s mírou růstu dividend.

Vydělením tohoto ukazatele právě očekávaným ziskem v příštím období získáme zmiňované normální P/E ratio označované jako $(P/E)_n$. Ukazatel představuje „správnou cenu“ akcie v porovnání očekávaným ziskem. Pokud podíl zpětně vynásobíme očekávaným ziskem, můžeme výslednou porovnat s aktuální cenou akcie na trhu a určit, zda je akcie správně oceněná.

Dalším často používaným ukazatelem je investory oblíbené **Sharpovo P/E ratio**, (označovaného jako V_0/E_0) ke konstrukci početní metody se opět používá Gordonův model s tím rozdílem oproti normálnímu P/E, že výsledek vydělíme ziskem společnosti z posledních zveřejněných výsledků. Vzorec pak vypadá takto:

(1.9)

$$V_0/E_0 = \frac{(1 + g) \times p}{k_e - g}$$

Výsledek můžeme porovnat s běžný P/E abychom určili, jak si cena akcie stojí oproti její vnitřní hodnotě. Pak platí následující:

- akcie je podhodnocená, jestliže $V_0/E_0 > P_0/E_0$;
- akcie je nadhodnocená, jestliže $V_0/E_0 < P_0/E_0$;
- akcie je správně oceněná, jestliže $V_0/E_0 = P_0/E_0$.

Pokud navíc kromě P/E budeme porovnávat i míru růstu zisku dané akcie s průměrnou hodnotou na trhu nebo za tzv. peer group (skupinu porovnatelných společností), jsme schopni určit, zda má akcie nízký, anebo vysoký růstový potenciál.

Podhodnocené akcie s vysokou hodnotou Sharpeho ratia a zároveň vysokým růstovým potenciálem je žádoucí volbou.¹

Dále se používají ukazatele „price-to-book value a price-to-sales value“, kdy dáváme do poměru cenu akcie a účetní hodnotu firmy na jednu akcii, potažmo velikost tržeb na akcii. Ty však v této práci použity nebudou.

Dosud znázorněné dividendové a ziskové modely mají přitom tu nevýhodu, že pracují jenom s tou částí zisku, která je vyplácená akcionářům. Nezohledněna přitom zůstává část volných peněžních prostředků, která zůstává na účtech hodnocené firmy po úhradě všech obligatorních závazků a výplatě dividend. Podle některých analytiků tak tyto metody zohledňují pouze část skutečné hodnoty firmy, tedy podhodnocují skutečnou vnitřní hodnotu akcie. Navíc, společnosti často pomocí kreativního účetnictví snižují zisk, nebo nevyplácejí dividendy, pak dosud zobrazené metody nejde vůbec použít. Z toho důvodu analytici často používají **cash flow modely**, které jim umožní zohlednit více faktorů a ohodnotit akcii z širšího úhlu. Zde budou popsány modely s dvěma druhy cash flow, a sice:

- Free-Cash-Flow-to-Equity (FCFE);
- Free-Cash-Flow-to-Firm (FCFF).

Modely s prvním jmenovaným typem, tedy **FCFE modely**, určují hodnotu akcie z pohledu investora, resp. majitele akcií. Pracuje se zde s veličinou volných peněžních toků pro akcionáře (FCFE), mírou růstu cash flow (g_{FCF}) a požadovanou výnosovou mírou.

Míra růstu cash flow g_{FCF} je možné stanovit na základě historických údajů, podobně jako míru růstu dividend a zisků, při výpočtu lze přitom používat průměrů, regresí i normalizace. Pokud se ale nechceme zaměřovat na minulost ale spíše hledět vpřed, je třeba využít buď odhadů a poučení analytiků, anebo vyjít z finančních ukazatelů firmy. Postupuje se stejně jako v případě růstového udržovacího modelu, pouze se používají jiné vstupy. Výpočet pak probíhá následovně:

(1.10)

$$g_{FCFE} = ROC \times b_R, kde$$

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 371–394

ROC rentabilita celkového vloženého kapitálu počítaná jako zisk před zdaněním a úroky * (1 - daň z příjmu právnických osob)/celkový kapitál.

b_R míra reinvestic, která se počítá následovně:

(1.11)

$$b_R = \frac{(\text{investiční výdaje} - \text{odpisy} + \text{změna pracovního kapitálu})}{\text{zisk před zdaněním a úroky}(1 - \text{daňová sazba z příjmu právnických osob})}$$

FCFE je pak definováno takto:

FCFE = čistý zisk + odpisy – investiční výdaje (CAPEX) – změna pracovního kapitálu – splátky dluhů + nové emise dluhových instrumentů (zejména úvěrů a dluhopisů)

Tou nejjednodušší verzí je jednostupňový FCFE model s konstantním růstem cash flow, který má následující podobu:

(1.12)

$$V_0 = \frac{FCFE_0(1 + g_{FCFE})}{k_e - g_{FCFE}}, \text{ kde}$$

g_{FCFE} míra růstu veličiny FCFE.

Konstruovat se dají i vícestupňové modely, které umožní změny míry růstu cash flow, analogicky jako u dividendových diskontních modelů. Zde představený typ se používá zejména pro stabilní dospělé firmy, kde se předpokládá konstantní růst cash flow. Míra růstu by zároveň neměla být vyšší o více než 1–2 % než nominální růst HDP.

Modely s veličinou **FCFF** pak představují souhrnnou hodnotu firmy nejen pro akcionáře, ale i pro věřitele. Cash flow pro tyto metody totiž volné prostředky ještě před placením závazků vyplývajících z podílu cizích zdrojů na celkovém kapitálu firmy. Lze přitom vypočítat dvěma způsoby:

- 1) z veličiny FCFE, pak: **FCFF = FCFE + placené úroky(1- daňová sazba t) + splátky dluhů – nové emise dluhových nástrojů + dividendy vyplácené z prioritních akcií**

2) FCFF = zisk pře zdaněním a úroky (EBIT)*(1 – daňová sazba t) + odpisy – investiční výdaje (CAPEX) – změna pracovního kapitálu

I v tomto případě se dají konstruovat i vícestupňové modely, zde však představím základní verzi s konstantním růstem veličiny FCFF. Při výpočtu vycházíme stejně jak o předchozím případě s Gordonova modelu.¹

(1.13)

$$V_0 = \frac{FCFF_0(1 + g_{FCFF})}{WACC - g_{FCFF}}, kde$$

WACC veličina průměrných vážených nákladů kapitálu.

Ze vzorce je patrná jedná výrazná změna oproti předchozím metodám, a sice použití veličiny WACC místo požadované výnosové míry. Ta tedy nezohledňuje pouze riziko a nelikviditu pro investora, ale bere v potaz také rizika ve vztahu k věřitelům a je citlivější na změny ceny jednotlivých druhů kapitálu. WACC se potom stanoví následovně:²

(1.14)

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E+D+PS} + k_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E+D+PS} + k_{PS}, kde:$$

- k_e cena vlastního kapitálu;
- k_d cena cizího kapitálu;
- k_{ps} náklady na kapitál získaný skrze emisi prioritních akcií;
- D hodnota dluhového kapitálu;
- E hodnota vlastního kapitálu;
- PS hodnota kapitálu získaná emisí prioritních akcií;
- t daň z příjmu právnických osob.

Ve vzorci se často objevuje také třetí komponenta, a sice váha preferovaných akcií, od té je však v praxi často abstrahováno a tyto akcie jsou pokládány při výpočtu jako standardní vlastní kapitál. Náklady jak dluhového, tak vlastního kapitálu jsou zde váženy poměrem zastoupení jednotlivých druhů kapitálu. Jedná se o jistou kapitálovou

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 394–398

² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 399

strukturu, kterou je možné stanovit třemi způsoby, a sice: Způsobem marginálních vah používaným při výpočtu WACC pro nový projekt (nikoliv pro celou firmu); způsobem historické účetní hodnoty, která se stanoví snadno pomocí účetní rozvahy nebo způsobem historické tržní hodnoty, která bere v potaz tržní hodnotu jednotlivých zdrojů kapitálu a bude použita i v této práci, neboť věrohodněji reflektuje skutečné požadavky akcionáře na výnosnost vložených prostředků.¹

Cenu vlastního kapitálu k_e stanovíme stejně jako v předchozím výkladu pomocí modelu CAPM, možností je ale také nahradit tento vstup implikovanou požadovanou výnosovou mírou, vypočtenou z Gordonova/H modelu za předpokladu, že akcie je správně ohodnocena a my tak můžeme nahradit vnitřní hodnotu akcie její aktuální tržní cenou. Při vlastním výpočtu (tedy při nepřijetí hodnoty WACC z placeného portálu Capital IQ od společnosti S&P (Standard & Poors)) skrze model CAPM budou použity následující vstupy:

- bezriziková úroková míra R_f , stanovená jako výnosová míra produkovaná instrumentem s nulovou úrovní systematického rizika²;
- Rozdíl R_f a R_m bude nahrazen tzv. ukazatelem tržní rizikové přírážky (anglicky market risk premium, nebo „MRP“), převzaté z veřejně dostupných webových stránek profesora Aswatha Damodarana, nebo knihy Valuation handbook od autorů Duff & Phelps.
- Beta bude převzata přímo ze serveru Capital IQ, kde je počítaná vždy k aktuálnímu datu. Zohledněno při výpočtu bude období 5 let s měsíčním pozorováním, aby byl pokryt dostatečně dlouhý časový horizont, a zároveň jsme se vyhnuli započítávání náhlých a neopodstatněných výkyvů v ceně do výpočtu.³

V případě ceny dluhového kapitálu budeme v této práci vycházet buď z úroků z posledních poskytnutých úvěrů/firmou emitovaných dluhopisů, pokud budou mít zásadní roli pro podnik. Druhou možností je potom postupovat podle ratingového ohodnocení dluhopisů emitovaných firmou a úrokového krytí z knihy profesora A. Damodarana⁴.

¹ Market vs. Book Value WACC. Efinancemanagement.com [online]

² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 427

³ Srovnejme s bodem 1

⁴ DAMODARAN, Aswath. *Applied corporate finance*, Hoboken, NJ: John Wiley, c2011, s. 553

Při určování nákladů na kapitál získaná skrze emisi prioritních akcií se používá dividendový diskontní model s nulovým růstem, kdy se zjišťovaný náklad rovná podílu vyplacené dividendy a aktuálního tržního kurzu akcie.

Metoda výpočtu vnitřní hodnoty akcie pomocí modelu s FCFF je velmi dobře použitelná v případě, že FCFF nám vyjde záporné. Díky tomu, že FCFF je kalkulovaná před splátkami dluhů, je velmi nepravděpodobné, že by veličina vyšla záporně. Navíc, tato metoda lépe zohledňuje rizika vyplývající z jiných než běžných uspořádání kapitálové struktury, jako je např. příliš vysoká nebo naopak příliš nízká zadluženost.¹

Model nadměrného výnosu je velice nenáročnou metodou pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, která je dána součtem dnešní hodnoty vlastního kapitálu vloženého do podniku akcionáři a současné hodnoty budoucí části výnosů, které převyšují jejich požadavek na návratnost kapitálu. Při výpočtu se používají následující veličiny a vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je definován takto:

(1.15)

$$V_0 = EQ_0 + \frac{(ROE - k) \times EQ_0}{k_e - g}, kde:$$

EQ_0 hodnota vlastního kapitálu dnes;

g míra růstu zisku, kterou je možné vypočíst jako $ROE \times b$.

Jako poslední metoda zde bude představen hojně využívaný **model s ukazatelem EVA**, ten měří výkonnost podniku a jeho efektivitu, jakýsi nadzisk. Ve firmě se vyprodukuje zisk, od něj odečtu náklady z kapitálu a vyjde hodnota EVA. Ta se potom konkrétně vypočítá následujícím způsobem:

(1.16)

$$EVA = EBIT \times (1 - t) - WACC \times C, kde$$

C investovaný kapitál, resp. velikost pasiv bez krátkodobých závazků.

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 400

Pokud chceme tento ukazatel použít ke stanovení hodnoty akcie, použijeme následující postup, kdy sečteme stávající hodnotu investovaného kapitálu z rozvahy a současnou hodnotu ukazatele EVA, k jejímuž diskontování použijeme ukazatel WACC:

(1.17)

$$V_0 = C_0 + \frac{EVA}{WACC}$$

1.5 Finanční analýza společností jako prostředek rychlé komparace mezi jednotlivými akciovými tituly

Jak jest uvedeno v předchozí kapitole, snahou fundamentální analýzy je určit vnitřní hodnotu akcie, která bude odrážet všechny působící faktory a charakteristiky dané společnosti. V případě, že nalezneme perspektivní odvětví, máme na americkém akciovém trhu obvykle možnost zainvestovat do akcií několika desítek firem působících v tomto odvětví. Pro malého investora však nebude možné z časových důvodů provádět určení vnitřní hodnoty akcie a tedy kompletní firemní fundamentální analýzu pro každou z těchto firem. V tomto případě proto použijeme finanční analýzu s cílem porovnat 5–10 firem mezi s sebou s mediánem za celé odvětví z hlediska hospodaření firmy.

„Finanční analýza představuje proces vyšetřování a vyvozování závěrů z výsledků finančního hospodaření minulých nebo budoucích období určité osoby včetně zjišťování jeho slabých a silných stránek, testování jednotlivých finančních parametrů a ověřování jejich skutečné vypovídací schopnosti.“¹ – tak definuje finanční analýzu Petr Marek. Při finanční analýze budeme v této práci vypočítávat pomocí ustálených a zavedených početních postupů hodnoty a ukazatele, které, pokud budeme chtít interpretovat, budeme muset porovnat s určitou srovnávací bází. Pozorování výsledků početních postupů finanční analýzy samostatně nemá totiž žádný význam. V této práci bude použito dvou hledisek pro porovnání, a sice:

1) Časové hledisko, kdy budeme růst/pokles vypočtených hodnot v čase hodnotit jako pozitivní nebo negativní jev v závislosti na typu ukazatele;

2) Prostorové hledisko, kdy budeme hodnotit vyšší výslednou hodnotu ukazatele u jednoho podniku oproti jinému pokládat za pozitivní/negativní faktor v závislosti na typu ukazatele. Porovnávané podniky by při tom měly být co nejvíce podobné – měly by

¹ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, Praha: Ekopress, 2009, s. 185

prodávat stejný sortiment produktů/služeb, měly by se nacházet ve stejném regionu, měly by mít stejné účetní postupy, apod. To bude v této práci víceméně zajištěno zúžením výběru na velké americké podniky totožného odvětví, jejichž akcie jsou listovány na konkrétní americké burze, a tudíž mají povinnost zveřejňovat své finanční výsledky podle účetních standardů U. S. GAAP (U. S. generally accepted accounting principles)¹. Výsledky budu porovnány jednak s mediánem jednotlivých ukazatelů za celou skupinu porovnávaných společností (tzv. „peer skupinou“), a jednak se středními hodnotami za celé odvětví. Pomocí tohoto procesu odhalíme dvě ekonomicky nejsilnější společnosti. U jejichž akcií následně budeme porovnávat v této práci vypočtenou vnitřní hodnotu s aktuální spotovou cenou na akciovém trhu v době zpracování této práce.²

1.5.1 Ukazatele použité při finanční analýze

Zde zvoleným prostředkem finanční analýzy budou poměrové ukazatele, které umožňují lépe porovnat společnosti navzdory rozdílné velikosti. Využito přitom bude následujících ukazatelů:

- ukazatelů rentability;
- ukazatelů zadluženosti;
- ukazatelů likvidity;
- ukazatelů kapitálového trhu;
- ukazatel hotovostního konverzního cyklu.

Ukazatelé rentability ukazují schopnost podniku dosahovat zisku a generovat nové zdroje prostřednictvím využití investovaného kapitálu (vlastního i cizího), což v konečném důsledku vede k maximalizaci tržní hodnoty podniku. Je to právě zisk, který je investory nejsledovanější veličinou a má tím pádem největší vliv na cenu akcie. Mezi nejsledovanější ukazatele lze zařadit rentabilitu aktiv, resp. rentabilitu celkového kapitálu (RoA), rentabilitu vlastního kapitálu (RoE) nebo rentabilitu tržeb (RoS, rovněž nazývanou marže, s přívlastkem závislejícím na ukazateli použitým v čitateli poměru). V této práci jsem se rozhodl používat v ukazatelích rentability jednak výsledek hospodaření (EAT), který zahrnuje všechny náklady podniku a zohledňuje odlišnou výši nákladů cizího kapitálu pro jednotlivé společnosti. Druhým používaným ukazatelem bude ukazatel zisku před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací (EBITDA), který znemožňuje

¹ NASDAQ stock exchange official website: General Procedures and Prerequisites for Initial and Continued Listing on The Nasdaq Stock Market [online]

² MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, Praha: Ekopress, 2009, s. 185–190

společnosti manipulovat s výsledkem hospodaření pomocí odpisů a nejlépe vypovídá o provozní výkonnosti podniku.¹ V podkapitole 2.1.5 je rentabilita tržeb použita ve formě provozní marže, kdy se do čitatele uvede provozní zisk (EBIT).

(1.18)

$$ROA = \frac{\text{ukazatel zisku (EAT, EBITDA, EBIT)}}{\text{Průměrná výše celkových aktiv v daném roce}}$$

(1.19)

$$ROE = \frac{\text{ukazatel zisku (EAT, EBITDA, EBIT)}}{\text{Průměrná výše vlastního kapitálu v daném roce}}$$

(1.20)

$$ROS = \frac{\text{ukazatel zisku (EAT, EBITDA, EBIT)}}{\text{Tržby}}$$

Ukazatelé zadluženosti mají dva úkoly. Prvním je ukázat, jakou mírou se podílí cizí kapitál na hospodaření firmy, jak moc je firma zadlužená nebo jak velkému riziku cizích zdrojů je vystavena. Se vzrůstající mírou zadlužení klesají náklady na kapitál a roste návratnost vlastního kapitálu. Na druhou stranu ale roste i cena za dodatečný cizí kapitál (v případě že by si chtěla společnost vypůjčit další peníze) - věřitelé požadují vyšší úrok, neboť riziko jejich investice roste. Roste i riziko pro akcionáře, neboť v případě konkursu jsou nároky věřitelů uspokojovány před nároky akcionářů. Druhým úkolem je ukázat schopnost společnosti dostát svým závazkům, které vyplývají z přijatého kapitálu. Budeme sledovat ukazatel finanční páky pro zjištění míry zadlužení společnosti, v praxi hojně využívaný ukazatel čistého dluhu vůči EBITDA a zároveň ukazatel úrokového krytí pro odhadnutí schopnosti firmy pomocí vlastního provozu splácet své závazky.²

(1.21)

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

¹ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, Praha: Ekopress, 2009, s. 192–257

² MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, Praha: Ekopress, 2009, s. 295–302

(1.22)

$$\text{Čistý dluh/EBITDA} = \frac{\text{Úročený dluh} - \text{Peněžní prostředky}}{\text{EBITDA}}$$

(1.23)

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{\text{Provozní zisk (EBIT)}}{\text{Nákladové úroky}}$$

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku přeměnit svůj majetek na prostředky, které je možné okamžitě použít k úhradě závazků. V tomto případě neplatí pravidlo čím nižší (vyšší), tím lepší. Zkrátka žádný z extrémů u těchto ukazatelů není ideální. Příliš nízké výsledky poukazují na možnost, že podnik brzy přestane být solventní a bude mít problémy s platební schopností. Příliš vysoké číslo zase indikuje nižší výnosy z důvodu velkého podílu nevýnosných krátkodobých aktiv, nebo vysoké náklady z příčiny velkého podílu dražšího dlouhodobého kapitálu. Sledovat se v této práci bude ukazatel běžné likvidity (ideálně v rozsahu 1,5 až 2,5) a pohotové likvidity, která by se měla pohybovat v rozsahu 1 až 1,5.¹

(1.24)

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Krátkodobá aktiva}}{\text{Krátkodobá passiva}}$$

(1.25)

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobá passiva}}$$

Ukazatel hotovostního konverzního cyklu (anglicky: cash conversion cycle, nebo také „CCC“) je měřítkem efektivity managementu. Sleduje cestu hotovosti, která je nejprve proměněna do zásob a zároveň do obchodních závazků, načež skrze tržby přechází do obchodních pohledávek a nakonec zpět do hotovostního stavu. Platí, že čím menší číslo, tím efektivněji podnik hospodaří s krátkodobými aktivy a závazky, aby generoval hotovost. Kvůli lepší vypovídací hodnotě se ukazatele počítají s průměrnou

¹ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*, Praha: Ekopress, 2009, s. 278–295

velikostí hodnoty v čitateli během roku – obvykle se sečtou hodnoty na konci zkoumaného a minulého roku a vydělí se dvěma. Hotovostní konverzní cyklus se vypočte následovně:

(1.26)

$$\begin{aligned}
 CCC &= \text{Počet dní obratu zásob (DIO)} + \text{Počet dní obratu pohledávek (DSO)} \\
 &\quad - \text{Počet dní obratu závazků (DPO)} \\
 &= \frac{\text{prům. velikost zásob}}{\text{náklady na prodané výrobky}/365} + \frac{\text{prům. velikost pohledávek}}{\text{tržby}/365} \\
 &\quad - \frac{\text{prům. velikost závazků}}{\text{náklady na prodané výrobky}/365}
 \end{aligned}$$

Pro pochopení tvrzení, že nižší CCC je pro společnost kladnou charakteristikou je nutné vzít v úvahu následující:

- Nízké DIO znamená, že společnost se rychle zbavuje zásob – její výrobky jsou tedy žádané. Zároveň nedrží příliš zásob na skladě, kde tedy není zbytečně vázaný neproduktivní kapitál.
- Nízké DSO znamená, že společnost nemá problémy se získáváním peněz z pohledávek svých odběratelů.
- Vysoké DPO znamená, že společnost má dobrou vyjednávací pozici vůči svým dodavatelům a drží delší dobu hotovost, kterou může použít pro investiční účely.

2 Praktická část práce

Výše zpracovaná teorie bude v této části použita pro samotnou selekci nejvýkonnějších akcií vybraného odvětví na americkém akciovém trhu. Důvody vytyčení cílového trhu pouze na burzy nacházející se na území USA jsme si již popsali v kapitole 1.2. V této části bude čtenář proveden celým procesem selekce, při kterém je možné použít dvou různých uznávaných postupů, nebo jejich kombinací.

Existuje tzv. „top-down“ a „bottom-up“ přístup. První zmíněný postup se soustředí zejména na vývoj makroekonomických veličin, které se zároveň snaží předpovědět i do budoucna. Na jejich základě pak vybírá odvětví a posléze i konkrétní firmy, jejichž akcie je výhodné nakoupit. Největší vliv při rozhodování ale má právě makroekonomická situace a předpověď chování trhu, spíše než skutečná vnitřní hodnota akcie. V rámci „bottom-up“ postupu pak investoři takřka ignorují makroekonomické vlivy, ani se nesnaží odhadnout, kam se trh posune, naopak do hloubky zkoumají vnitřní hodnotu akcie dané firmy stejně jako vliv odvětví, v jakém se firma pohybuje. Určí si cenu, za kterou jsou ochotni akcii koupit a následně vyčkávají, zda se naskytne možnost za danou nebo lepší cenu akcii koupit. To je přístup používaný zejména hodnotovými investory.¹

V této práci bude použita kombinace obou přístupů. V průběhu celého procesu totiž nebude podroben zkoumání vývoj makroekonomických veličin, a to jak historicky, tak promítnutí směrem do budoucna. Nebude tedy využito nástrojů globální fundamentální akciové analýzy. Dle mého názoru není možné dlouhodobě přesně předpovídat vývoj ekonomiky, důležitost provedení tohoto typu analýzy je navíc o to menší díky tomu, že jsme se v této práci rozhodli věnovat pouze americkému akciovému trhu. Z „bottom-up“ přístupu pro změnu nepovažuji za dobré soustředit se příliš podrobně od začátku na jednu konkrétní společnost, nebo úzce vydefinovanou skupinu. Hledání vhodných investičních příležitostí v tomto případě považuji za hledání jehly v kupce sena. Laický investor, za něhož sám sebe rovněž mohu považovat, není dle mého názoru schopen zkušeně vytipovat konkrétní akcie s dobrým potenciálem. Musí napřed udělat řádný screening, aby zúžil svůj výběr.

V čem tedy vnímám potenciál a co bude také použito v této práci je hledání vhodných investičních příležitostí takovým způsobem, že nejprve vybereme 4 různá

¹ ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*. Praha: Brána, 2018, s. 187–192

odvětví, které mě zajímají, nebo ke kterým mám nějaký vztah, anebo u nich zkrátka vnímám silný růstový potenciál. Následně porovnáme tyto odvětví pomocí odvětvové fundamentální akciové analýzy a vybereme to s největším potenciálem růstu. V rámci tohoto vybraného odvětví v závislosti na počtu a velikosti firem kótovaných na americké burze určíme 5–10 společností, které porovnáme pomocí finanční analýzy mezi sebou. Půjde o tzv. peer group (viz kapitola 2.5). Z porovnání na základě kvantitativních statistik nám vyjdou dvě nejperspektivnější společnosti, jejichž akciím odhadneme aktuální vnitřní hodnotu a srovnáme ji s aktuální tržní cenou. Konečně vydáme doporučení ke koupi, resp. k prodeji či „nekoupi“.

2.1 Odvětvová fundamentální analýza

Jak bylo uvedeno výše, v této kapitole si představíme 4 odvětví, které v průběhu této práce řádně zanalyzujeme dle teorie zpracované v předešlých kapitolách, představíme si prognózy růstu/poklesu a současné trendy v odvětvích. Ty budou zjišťovány na základě dostupných odvětvových reportů zveřejňovaných analytiky významných celosvětových ratingových agentur, bank a jiných společností. Pro svou práci jsem vybral tato odvětví:

- **Komerční a retailové bankovníctví;**
- **Obnovitelná energie;**
- **Automobilový průmysl;**
- **Farmaceutický průmysl.**

2.1.1 Komerční a retailové bankovníctví

Jako první si zanalyzujeme odvětví komerčního a retailového bankovníctví. Jedná se o banky, jejichž hlavní činností a taktéž zdrojem zisku je ukládání peněz střadatelů a poskytování půjček žadatelům o úvěr. Není ovšem vyloučeno, že se tyto banky zabývají rovněž investičním bankovníctvím. K tomuto odvětví jsem se přiklonil z toho důvodu, že banky považuji za důležitého prostředníka v ekonomice a věřím, že budou mít vždy zcela zásadní roli na trhu, čímž bude v obecné rovině zajištěna dlouhodobá úspěšnost jejich akcí. Pro přehled o trhu v tabulce níže představuji 10 největších bank se sídlem na území Spojených států amerických.

Tabulka 2: Největší banky se sídlem na území USA k 30.6.2018 seřazené dle velikosti aktiv

Společnost	Velikost aktiv (mil. USD)	Čistá úroková marže ¹
	k 30.6.2018	v jednotkách %
JPMorgan Chase	2 590 050	2.4
Bank of America	2 291 670	2.4
Citigroup	1 912 334	2.7
Wells Fargo	1 879 700	2.9
Goldman Sachs	968 610	0.5
Morgan Stanley	875 875	0.6
U.S. Bancorp	461 329	3.1
PNC Financial Services	380 711	3.0
Capital One Financial	363 989	6.7
Bank of New York Mellon	352 928	1.3

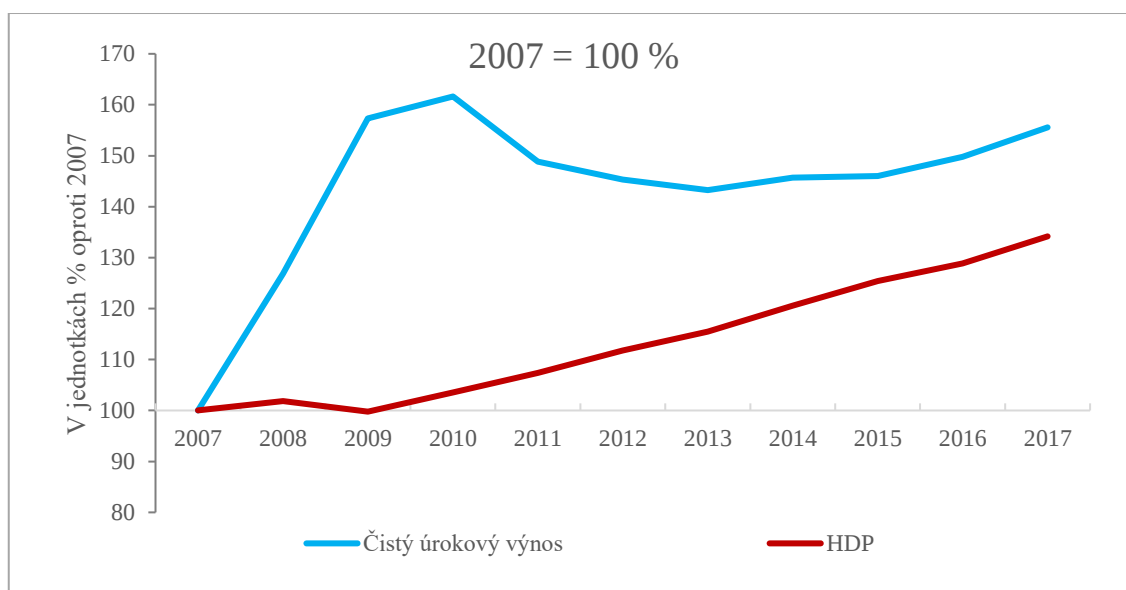
Zdroj: *United States Banking & Financial Services Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

2.1.1.1 Citlivost komerčního a retailového bankovníctví na fázi hospodářského cyklu

Dle dostupné teorie patří finanční sektor a tím i náš typ bankovních služeb mezi cyklické odvětví. Toto tvrzení se pokusíme potvrdit anebo vyvrátit dvěma způsoby, za prvé zjištěním korelace mezi průměrem růstu čistých úrokových výnosů třech zástupců tohoto odvětví s největší tržní kapitalizací (dále jako „největší komerční banky“) v USA a vývoje hrubého domácího produktu USA v letech 2008 až 2017, za druhé zjištěním zadlužené bety třech největších bank a poté bety celého odvětví. V níže zobrazeném grafu je tedy ukázána průměrná výše čistých úrokových výnosů společností JPMorgan Chase & Co., Wells Fargo & Company a Citigroup Inc. a hrubý domácí produkt USA v procentech oproti roku 2007, který slouží jako báze pro porovnání.

¹ Tento ukazatel je základním ukazatelem provozní ziskovosti banky. Jde o výnos na úrocích ze zapůjčených peněz skrze úvěry/cenné papíry/deriváty a jiné na straně aktiv snížený o náklady na úroky z depozit a ostatních položek na straně pasiv a to celé je porovnáno vůči velikosti aktiv přinášejících úrokový výnos.

Graf 1: Porovnání výkonu odvětví komerčního a retailového bankovníctví s vývojem HDP



Zpracováno pomocí dat zveřejněných na: Server Capital IQ [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Z grafu je patrné, že v posledních deseti letech se bankovní sektor potýkal minimálně s dvěma zcela zásadními recesemi. Zatímco z finanční krize z roku 2008 se vzpamatoval záhy, po dluhové krizi odstartované v Evropě v roce 2011 se vzpamatovat zatím nedokázal. Korelační koeficient dvou na grafu znázorněných časových řad je 0,11 pro období 2008-2017 a 0,94 pro období posledních pěti let. Tento výsledek nám napovídá, že bankovní sektor byl zasažen nestejnou měrou jako zbytek ekonomiky během zmíněných recesí. Posledních pět let se pak chová již dle předpokladu jako cyklické období. V tabulce níže představuji zadlužené beta faktory stejných společností jako v grafu č.1 a také odhad zadluženého beta faktoru celého odvětví dle knihy Duff & Phelps 2017. Zatímco pro jednotlivé společnosti se beta dle metodiky Standard&Poors počítá jako měsíční výnos akcie (k poslednímu datu měsíce) vztažený v rámci pětileté regresní analýzy k indexu S&P 500, Duff&Phelps (nebo také např. profesor Damodaran viz dále v textu) určují betu odvětví skrze kombinaci dvou a pětiletých regresních analýz na různých vzorcích (malé/střední/velké/kombinace) společností.

Tabulka 3: Zadlužené beta třech největších bank a celého odvětví

Subjekt	Hodnota zadlužené bety (β_L)
JPMorgan Chase	1,11
Wells Fargo	0,98
Citigroup	1,45

Odvětví ¹	1,16
----------------------	------

Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a DUFF & PHELPS. 2017 *Valuation Handbook – U.S. Industry Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2017.

Z tabulky č. 4 je patrné, že akcie tohoto odvětví jsou procyklické. Dle knihy profesora Musílk² jsou akcie odvětví finančních služeb nejvýkonnější při vrcholné fázi vzestupného trendu a při raném sestupném akciovém trendu. Tato zjištění budou použita při závěrečném srovnání všech analyzovaných odvětví.

2.1.1.2 Fáze životního cyklu odvětví komerčního a retailového bankovníctví

Jestliže se říká, že stavebnictví nebo výroba kapitálových statků je motorem ekonomiky (z důvodů vysoké náročnosti na vstupy – přenos výnosů do dalších odvětví), pak bankovníctví je benzín, který tento motor pohání. Toto odvětví je dokonce starší, jak většina dnešních odvětví – vzniklo už před více než tisíci lety. Toto odvětví rozhodně patří mezi dospělé a do fáze úpadku s největší pravděpodobností nepřejde, přestože dnešní crowdfundingové platformy a P2P půjčky díky rozmachu digitálního světa rostou na popularitě. Navzdory rozmachu těchto zdrojů kapitálu bankovní sektor nadále roste a dle mého názoru se svět velkého obchodu bez bank nikdy neobejde.

2.1.1.3 Tržní struktura odvětví komerčního a retailového bankovníctví

Tento sektor se řadí mezi ty, jež mají velmi vysoký stupeň konkurence, jejíž pravidla jsou bedlivě střežena regulatorem – centrální bankou Federal Reserve System (nebo zkráceně FED). V zemi nicméně dominují velké domácí banky, které také expandovaly do zahraničí a pak několik globálních bank sídlících mimo USA. V březnu 2018 bylo na americkém trhu dle instituce Federal Deposit Insurance Corporation 4 880 komerčních bank. Velké banky, tedy zejména ty uvedené v tabulce č. 3, pak mohou provozovat své podnikání riskantnější, méně stabilnější a o to ziskovější cestou (oproti malým bankám bez zásadního významu pro celý bankovní systém) díky politice „Too big to fail“, kdy stát zachrání systémově významné banky, aby zachránil celý systém před krachem. Stanovováním nových pravidel a zpřísněním regulace, o které bude řeč v další podkapitole, se nicméně FED snaží zabránit podobným výhodám. Navzdory vysoké konkurenci se v oblasti těch největších bank, jejichž akcie jsou kótovány na burze, jedná

¹ Duff & Phelps 2017, SIC composite Beta (vzorek všech společností v odvětví identifikovaných jako „zdravé“, které mají minimálně 75% tržeb v rámci zkoumaného odvětví)

² MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*, Praha: Ekopress, 2011, s. 349-350

o oligopolní tržní strukturu, kde můžeme v rámci konkurenčního boje *ceteris paribus* očekávat stabilní výkony.¹

2.1.1.4 Stupeň regulace v odvětví komerčního a retailového bankovníctví

Vlivem rozsáhlých regulatorních změn po finanční krizi se stal sektor amerického bankovníctví světovou špičkou, co se týče stability a transparentnosti. Je za to vysoce ceněn institucemi jako je WEF (World Economic Forum) nebo Mezinárodním měnovým fondem. Nicméně, následkem krize je fakt, že toto odvětví je nyní pokládáno za světově nejvíce regulované odvětví. V roce 2010 administrativa Baracka Obamy započala implementaci zákona „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“, která bankám omezila možnost spekulativních obchodů pro omezení tržního rizika, nařídila bankám posílit rezervy (zejména těm systémově významným) pro omezení rizika likvidity a zároveň posílila ochranu spotřebitelů. Toto vše mělo za následek omezení ziskovosti bankovního sektoru. V následujících letech začal být tento zákon nicméně kritizován a s nástupem Donalda Trumpa, jakožto velkého odpůrce tohoto zákona, odstartovaly plány na deregulaci bankovníctví v USA. V květnu 2018 byla podepsána první reforma „Dodd-Frank Actu“, a sice „The Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act“, která sníží regulatorní břemeno kladené zejména na malé banky (zmírnění kapitálových požadavků). Prezident Trump navíc vyměňuje vrcholné představitele regulatorních orgánů za stejně smýšlející lidi. Od roku 2017 se v tématu deregulace nejvíce hovoří o snížení konservatismu stress-testů a o zahrnutí jejich případných kladných výsledků do stanovení požadavků kapitálové přiměřenosti.² Pravděpodobná deregulace znamená prostor pro zvýšení ziskovosti celého odvětví.

2.1.1.5 Vliv externích faktorů a strukturálních změn v odvětví komerčního a retailového bankovníctví

V současnosti obor komerčního a retailového bankovníctví může být ohrožen:

- a) Napětím v obchodních vztazích USA s Čínou a Mexikem. Následkem zhoršující situace může být snížení růstu vydaných půjček a portfolia aktiv bank;
- b) Úvěrová aktivita je v současnosti velmi silně navázána skrze hypotéční úvěry na sektor stavby domů, který je korelován s vývojem na trhu práce. Pokud

¹ *United States Banking & Financial Services Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

² KENTON, Will. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Investopedia [online]. 23.5.2018 [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/d/dodd-frank-financial-regulatory-reform-bill.asp>

ekonomika zpomalí, nebo se zdraží vstupy pro sektor stavebnictví, trh s hypotéčnými úvěry razantně zpomalí.¹

Toto odvětví je rovněž silně ovlivňováno zlepšujícími se technologiemi. Na jedné straně vnímám příležitosti, a sice v následujících oblastích:

- a) Rozvoji internetového bankovníctví, které umožňuje poskytnout stále více služeb bank rychle, bezpečně a např. v pohodlí vlastního domova, což významně šetří náklady vydané na pobočky bank a zdejší front-office zaměstnance;
- b) Rozvoji umělé inteligence, postupně nahrazující zaměstnance v oblasti klientské péče bank;
- c) Rozvoj systémů detekujících podvodné jednání, snižujících náklady na sanitaci problémů vzniklých právě díky podvodům.²

Na druhou stranu, díky novým technologiím zde vnímám i riziko rostoucích možností v oblasti sdílené ekonomiky, zejména pak „peer-to-peer“ (dále P2P) půjček, kdy si spotřebitelé půjčují sami mezi sebou bez účasti bank skrze platformy, jako jsou např. LendingClub, Marcus nebo FreedomPlus. Možnost získat zde kapitál dostávají i subjekty, které by z rozličných důvodů u bank neuspěly, navíc často i za příznivější cenu. P2P půjčování peněz se v minulosti potýkalo s problémy s regulačními orgány, ty jsou ale nyní vyřešeny a toto mikroodvětví tak stále více ohrožuje sektor bankovníctví. Banka GoldmanSachs v roce 2016 odhadla, že v následujících letech může rozvoj P2P půjčování snížit zisky bank až o 7 %.³

2.1.2 Obnovitelná energie

Jako druhé odvětví pro svou analýzu jsem si vybral sektor společností zabývajících se výrobou, přenosem a uskladněním energie z obnovitelných zdrojů. Toto odvětví je stále ještě relativně mladé a neustále roste. K této volbě mě přivedl fakt, že mnoho zemí i mezinárodních institucí stále častěji prosazuje používání větrné, sluneční, geotermální a vodní energie nebo dalších obnovitelných zdrojů, neboť si uvědomují omezené množství a nedostatky standardních typů paliv pro výrobu energie. Považuji tedy za vhodné analyzovat tento sektor a odhalit tak potenciální příležitost k investici. Při zkoumání se

¹ *United States Banking & Financial Services Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

² CONTENT, Partner. *How technology is impacting the finance and banking sector* [online]. 4.5.2018 [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: <https://www.information-age.com/technology-finance-banking-sector-123471800/>

³ BARRY, Elisabeth. *The history of US peer-to-peer lending* [online]. 28.2.2018 [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: <https://www.finder.com/p2p-lending-usa>

budu zaměřovat zejména na jiné než vodní zdroje obnovitelné energie. Pro přehled uvádím pět největších společností s akciemi kótovanými na amerických burzách NYSE a Nasdaq.

Tabulka 4: Největší společnosti v odvětví obnovitelné energie se sídlem na území USA seřazené dle velikosti aktiv k 30.9.2018

Společnost	Velikost aktiv (mil. USD)	Velikost tržeb (mil. USD)
	k 30.9.2018	k 30.9.2018
TerraForm Power	9 576,0	689,0
NextEra Energy Partners	7 850,0	812
Pattern Energy Group	5 372,1	470,1
Ormat Technologies	3 059,6	695,2
Vivint Solar	2 216,5	293,6

Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

2.1.2.1 Citlivost odvětví obnovitelné energie na fázi hospodářského cyklu

Pokud bychom hovořili obecněji o odvětví energetiky jako takovém, dá se říci, že jde spíše o odvětví s anti-cyklickým charakterem, neboť elektřina je tzv. nezbytným statkem a jejíž spotřeba není příliš navázána na fázi hospodářského cyklu. Akcie firem z tohoto odvětví bych v tom případě zařadil mezi tzv. defenzivní akcie. Na druhou stranu ale záleží také na dostupnosti a ceně vstupů potřebných k výrobě energie. Předpokládám, že v případě obnovitelných zdrojů energie budou ve většině případů náklady na získání 1 kWh elektřiny vyšší oproti standardním zdrojům. V recesi bude dle mého názoru ochota států podporovat tento sektor nižší, stejně jako ochota spotřebitelů odebírat citelně dražší, leč čistší elektřinu. Jak bude znázorněno níže na grafu č. 3, z důvodu nízké rozvinutosti tohoto odvětví nebude možné zkoumat korelaci výsledků velkých společností s vývojem hrubého domácího produktu. Níže uvádím alespoň koeficienty zadlužené bety firem a odvětví.

Tabulka 5: Zadlužené beta třech společností s nejvyššími tržbami a celého odvětví obnovitelné energie

Subjekt	Hodnota zadlužené bety (β_L)
TerraForm Power	0,85
Ormat Technologies	1,50

Pattern Energy Group	1,04
Odvětví energetiky (Damodaran)	0,50
Odvětví obnovitelné energie (Damodaran)	1,20

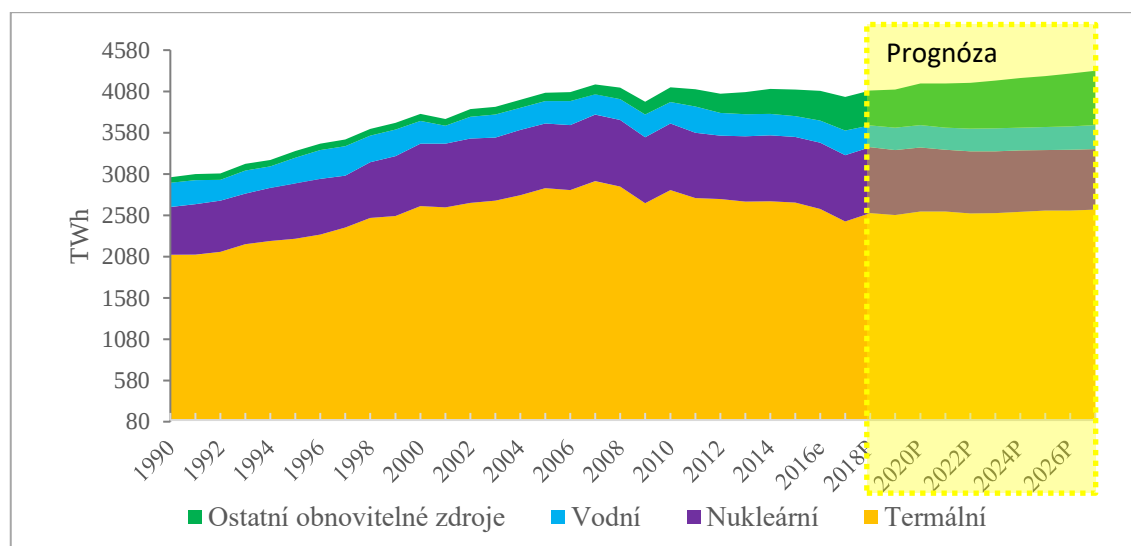
Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a *Betas by sector (US)*. *Damodaran online* [online]. [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Z tabulky výše tedy vyplývá, že jde o cyklické odvětví, jehož akcie reagují na změny ceny tržního indexu ještě vyšší volatilitou ve své ceně. Takové akcie zažívají nejvyšší vzestup kurzů v počátku či v první polovině konjunktury a nejhlubší propady v období počátečních fází recese.¹

2.1.2.2 Fáze životního cyklu odvětví obnovitelné energie

Z hlediska fáze životního cyklu lze odhadnout, že námi zkoumané odvětví se pohybuje na pomezí pionýrské etapy a etapy rozvoje. K přesvědčení mě vede prudký růst tržeb a vysoká kolísavost zisků stejně jako značné ztráty, kterých největší zkoumané firmy dosahují. Níže uvádím graf znázorňující vývoj tvorby elektřiny podle zdroje v USA od roku 1990 až do prognózovaného roku 2027.

Graf 2: Vývoj produkce elektřiny dle zdroje v USA

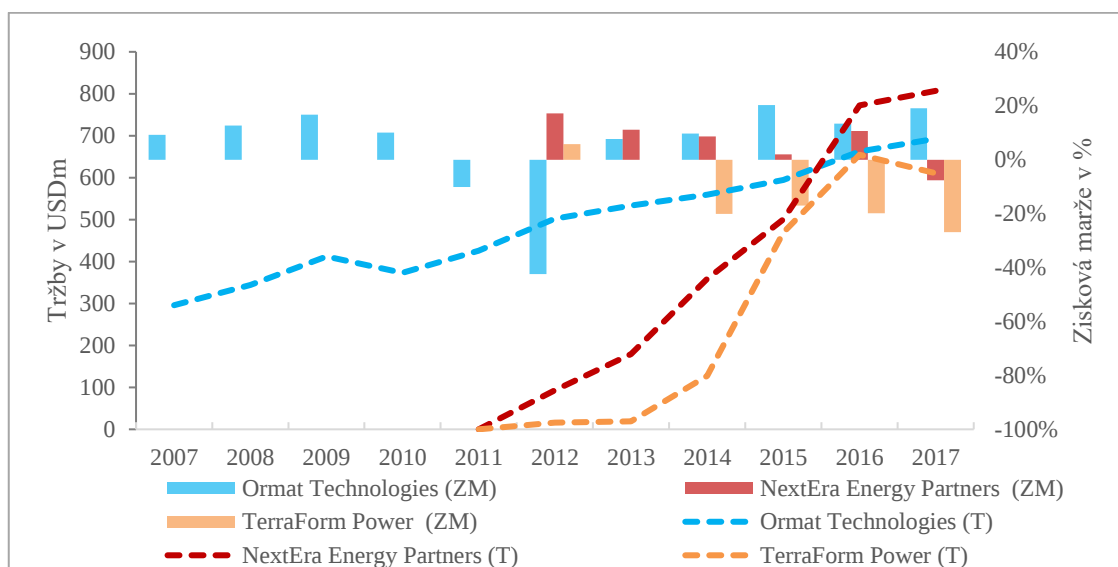


Zpracováno pomocí Data tool. *BMI Research* [online]. [cit. 2018-12-26]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/data/datatool>

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 329

Z výše uvedeného grafu lze vidět, že teprve v roce 2010 se začíná plně rozvíjet odvětví ostatních obnovitelných zdrojů energie, zatímco ostatní typy zdrojů buď pomalu klesají, nebo stagnují. Navíc, z dat grafu a tudíž dle analytiků ratingové agentury Fitch (autoři webu BMI Research) se odhaduje, že mezi lety 2017 a 2027 se produkce elektřiny v USA z obnovitelných zdrojů zvýší o více než 60 %. Na dalším grafu je znázorněn prudký růst tržeb (T) trojice vybrané z největších společností odvětví s akcemi kotovanými na amerických burzách a jejich ziskových maržích (ZM) v jednotkách procent.

Graf 3: Vývoj tržeb a ziskové marže vybraných firem odvětví obnovitelné energie



Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Z výše uvedeného lze vyvodit, že odvětví je stále ještě v počáteční fázi svého rozvoje a má velký potenciál k růstu.

2.1.2.3 Tržní struktura odvětví obnovitelné energie

V rámci tohoto odvětví společnosti nesoupeří pouze mezi sebou navzájem, ale i se společnostmi v odvětví energetiky obecně (tedy společnosti zabývající se produkcí, přenosem a ukládáním energie vyprodukované i jinými než obnovitelnými zdroji). Výsledný produkt je zkrátka elektřina bez ohledu na původ. Pro USA je zcela typické, že struktura trhu se liší v závislosti na části země / státu, o kterém je řeč. Rozdíly jsou patrné ve fyzické infrastruktuře, vztazích cen a nákladů, regulaci i zákonech. Nicméně, v zásadě se jedná o velmi vysokou nedokonalou tržní konkurenci, která vznikla zejména díky zákonu EPA (Energy Policy Act) z roku 1992, která umožnila produkovat elektřinu i

malým nezávislým společností. V rámci každého státu je většinou dobře vyvážená nabídka i poptávka elektřiny. Mezi největší hráče dle tržní kapitalizace na trhu produkce elektřiny dnes patří např. Duke Energy, NextEra Energy, Dominion Resources, Southern Company, Exelon, American Electric. V blízké době se očekává pokračování konsolidace trhu, kdy velké firmy se snaží akvírovat malé firmy s přístupem k trhu regulované elektřiny (která není ovlivňována nízkými velkoobchodními cenami elektřiny) a firmy vyrábějící elektřinu ze zemního plynu, jehož rostoucí těžba a klesající cena žene produkci elektřiny z tohoto zdroje vzhůru.¹

2.1.2.4 Stupeň regulace v odvětví obnovitelné energie

Veškerá zařízení určená k produkci, přenosu a rozdělování elektřiny a tím i firmy s nimi nakládající jsou regulovány státními i federálními orgány. Federální regulace se uplatňuje v případě, kdy společnosti vyvíjí mezistátní aktivity. Dále se uplatňuje v otázkách nukleární bezpečnosti a nukleárního odpadu, licencování hydroelektráren a velkoobchodních cen při prodejkách a nákupech elektřiny mezi prodejci elektřiny. Retailové ceny elektřiny a povolování ke stavbě přenosové sítě je pak věc státní regulace. S nástupem Donalda Trumpa do úřadu bylo započato odstraňování opatření zavedených za úřadování Baracka Obamy, které měly za cíl rozvoj energie z obnovitelných zdrojů na úkor uhelné energetiky CPP (Clean Power Plan). Volby konané 6. listopadu 2018 ale umožnili opoziční demokratické straně ovládnout Sněmovnu reprezentantů a tak omezit Trumpovu moc nad energetickými úřady. Navíc, několik guvernérů zvolených např. v New Yorku, Coloradu či Massachusetts přislíbili plnou podporu energii z obnovitelných zdrojů. Na druhou stranu, prezident Trump a jeho administrativa uvalili 30% clo na dovoz čínských fotovoltaických článků do USA (kvůli podpoře domácích výrobců), což bude mít za následek citelné zdražení developmentu nových projektů solární energetiky. Navíc, v prosinci 2017 byla schválena daňová reforma omezující schopnost developerů projektů obnovitelné energetiky využívat daňovou podporu. Nejistotu nad námi zkoumaným odvětvím přináší rovněž fakt, že Trumpova administrativa oznámila v srpnu roku 2017, že USA plánuje opustit Pařížskou dohodu bojující proti klimatickým změnám.²

¹ *United States Power Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

² *United States Power Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

2.1.2.5 Vliv externích faktorů v odvětví obnovitelné energie

Mezi pozitivní faktory a strukturální změny odehrávající se v rámci tohoto odvětví patří zejména technologický pokrok, který má za následek, že co se týče efektivních nákladů, energetický průmysl z obnovitelných zdrojů rychle dohání své starší a početnější tepelné a jaderné zdroje energie. Stejně tak roste i úložná kapacita (na způsob baterií), což umožňuje energetice na bázi obnovitelných zdrojů lépe korigovat náhlé výkyvy v produkované energii (což je jev typický právě pro obnovitelné zdroje energie). Rychlejšímu růstu sektoru ale brání nepříliš rozvinutá mezi-regionální energetická síť. Důraz kladený na efektivnost při využívání elektřiny zároveň znamená, že spotřeba navzdory rostoucímu počtu obyvatel a počtu elektronických zařízení neporoste nijak závratným tempem.¹

2.1.3 Automobilový průmysl

K výběru odvětví automobilového průmyslu (výroby automobilů a automobilových součástek) mě vedl zájem o toto odvětví stejně jako potřeba zařadit mezi zkoumané odvětví zástupce těžkého průmyslu a strojírenství. Zkoumat v této kapitole tedy budeme trh s automobily v USA, jehož vývojem se celé odvětví řídí. Výroba automobilů je velice komplexní obor, na který je navázáno ze strany vstupů spousta dalších odvětví od textilního průmyslu, přes gumárenství a ocelářství až po elektromechaniku. Mezi největší zástupce tohoto odvětví na amerických burzách řadíme firmy v tabulce níže, jde o pět firem v odvětví s největší tržní kapitalizací, seřazené dle velikosti aktiv.

Tabulka 6: Největší společnosti v odvětví automobilového průmyslu se sídlem na území USA seřazené dle velikosti aktiv k 30.9.2018

Společnost	Velikost aktiv (mil. USD)	Velikost tržeb (mil. USD)
	k 30.9.2018	k 30.9.2018
Ford Motor company	258 966,0	159 871,0
General Motors Company	225 711,0	146 365,0
Tesla	29 262,7	17 523,6
Aptiv	12 327,0	14 239,0
Lear Corporation	12 009,4	21 569,9

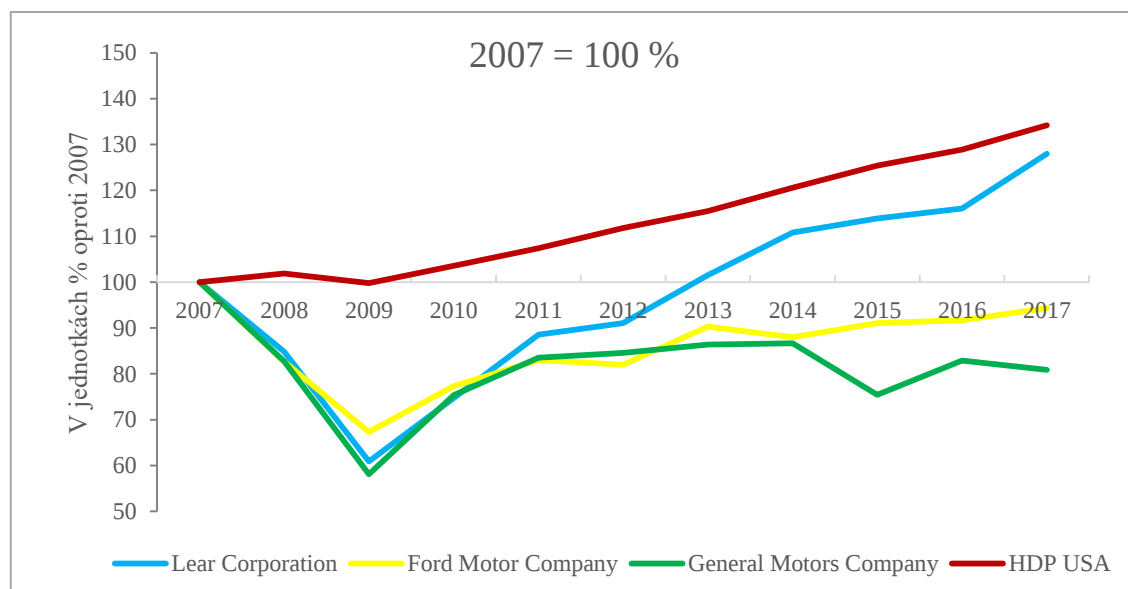
¹ *United States Power Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

2.1.3.1 Citlivost odvětví automobilového průmyslu na hospodářský cyklus

Automobilový průmysl dle teorie je jednoznačným zástupcem těch odvětví, jejichž výkonnost silně koreluje s hospodářským cyklem stejně jako ostatní odvětví produkující dlouhodobé spotřební statky a těžký průmysl obecně. V době recese si lidé zkrátka méně často kupují nová auta a raději volí ojeté vozy. Níže uvádím graf vývoje růstu tržeb třech významných společností automobilového průmyslu (Lear Corporation, Ford Motor Company a General Motors Company) a hrubého domácího produktu Spojených států amerických.

Graf 4: Porovnání výkonu odvětví automobilového průmyslu s vývojem HDP



Zpracováno pomocí dat zveřejněných na: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Jak jest patrné z grafu výše, tržby firem v roce 2009 se propadly následkem krize až na úroveň kolem 60 % z původních tržeb v roce 2007. Tržby dvou největších automobilek v USA se do této doby stále ještě nevzpamatovaly z této recese. Je také vidět, že výkon těchto odvětví reaguje na recesi výrazně volatilněji, než samotný hrubý domácí produkt USA. Pokud bychom růsty, resp. poklesy, tržeb třech porovnávaných firem zprůměrovali a porovnali jejich časovou řadu právě s vývojem HDP, pak zjistíme, že desetiletý korelační koeficient má hodnotu 87,6 %.

Tabulka 7: Zadlužené beta vybraných společností a celého odvětví automobilového průmyslu

Subjekt	Hodnota zadlužené bety (β_L)
Lear corporation	1,33
Ford Motor company	0,73
General Motors Company	1,26
Automobilový průmysl (Damodaran)	1,20
Automobilový průmysl (Duff&Phelps 2017)	1,24

Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a DUFF & PHELPS. *2017 Valuation Handbook – U.S. Industry Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2017 a Betas by sector (US). *Damodaran online* [online]. [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Údaje ve výše uvedené tabulce nám potvrzují předpoklad, že jde z větší části o cyklické odvětví a stejně se chovají i akcie náležících společností a jak již bylo napsáno výše, takové akcie zažívají nejvyšší vzestup kurzů v počátku či v první polovině konjunktury a nejhlubší propady v období počátečních fází recese.

2.1.3.2 Fáze životního cyklu automobilového průmyslu

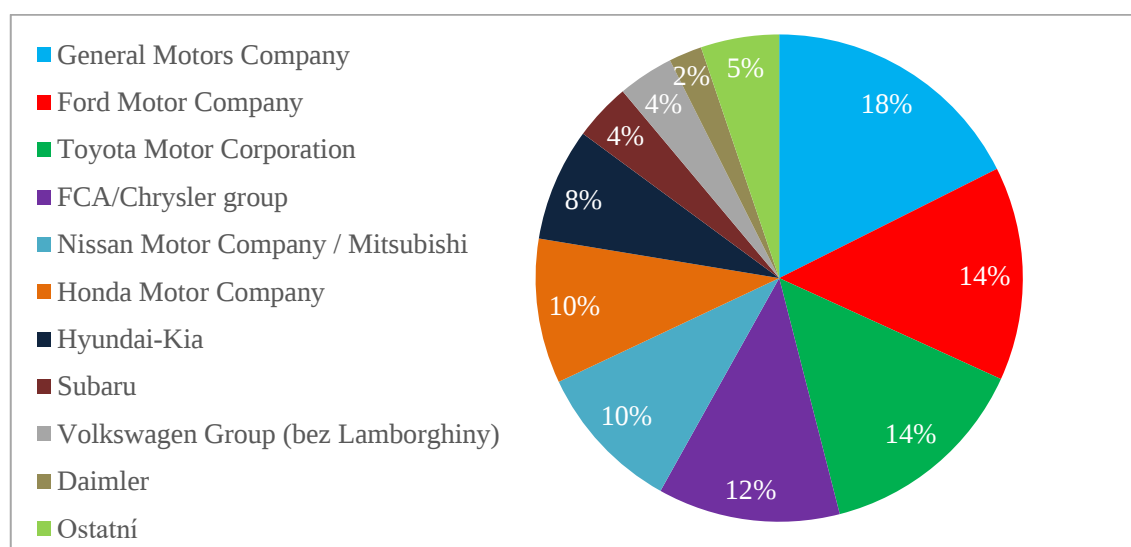
Toto odvětví je již poměrně staré, první motorové automobily spatřily světlo světa již v 19. století. Automobilový průmysl stejně jako bankovníctví patří jednoznačně mezi dospělé odvětví a ačkoliv je trh automobilů v USA do jisté míry již nasycen, do fáze úpadku se toto odvětví ještě nechystá. Lidé budou stále mít potřebu dopravovat se vlastními prostředky rychle a bezpečně. Navíc, existuje zde dle mého názoru možnost, že odvětví v budoucnu opět vejde do fáze rozvoje a to díky potenciální převratné inovaci. Příkladem a průkopníkem zároveň je již teď elektromobily vyrábějící společnost Tesla.

2.1.3.3 Tržní struktura automobilového průmyslu

Automobilový průmysl v USA se vyznačuje velmi silnou nedokonalou konkurencí. Pokud se nyní zaměříme na trh automobilů (bez ohledu na domicil producenta), zjistíme, že největší podíl na automobilovém trhu v USA mají domácí společnosti, následované asijskými automobilkami, které tam slaví jeden velký úspěch za

druhým. Nejúspěšnější trojicí jsou společnosti General Motors Company, Ford Motor Company a Toyota Motor Corporation. Ford Motor Company převážně prodává vozidla přímo pod značkou Ford, zatímco Toyota Motor Corporation nabízí hned několik značek, nejčastějšími jsou Lexus a Toyota. Společnost General Motors je výrobcem automobilů s nejvyšším počtem různých značek, přičemž ve Spojených státech jsou nejčastější Chevrolet a GMC. Mezi další asijské značky, které prodávají své automobily zákazníkům v USA, patří i Honda, Nissan, Hyundai, Subaru a Kia. V roce 2017 byl podíl prodaných vozů dle výrobců automobilů následující.¹

Graf 5: Podíl prodaných vozů dle výrobců automobilů v USA za rok 2017



Zpracováno pomocí dat z Market share held by selected automobile manufacturers in the United States in 2017. Statista [online]. [cit. 2018-12-26]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/249375/us-market-share-of-selected-automobile-manufacturers/>

2.1.3.4 Stupeň regulace v automobilovém průmyslu

Ačkoliv se toto odvětví na první pohled nejeví jako jedno z těch významněji ovlivňovaných regulací, i zde dochází k poměrně významným zásahům vlády do hospodaření firem navyšováním nákladů na vývoj nových automobilů. Stát totiž reguluje hned několik prvků finálních výrobků – tedy aut. Výrobci automobilů musí jednak dodržovat přísné standardy týkající se bezpečnosti. A nejde pouze o bezpečnostní prvky jako konstrukce vozu, airbagy nebo pásy, ale i o designové prvky, které rovněž musí splňovat určité bezpečnostní normy. Další „kapitolou“ jsou motory, které musí splňovat

¹ Market share held by selected automobile manufacturers in the United States in 2017. Statista [online]. [cit. 2018-12-26]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/249375/us-market-share-of-selected-automobile-manufacturers/>

emisní normy stanovené státem a dosahovat určité efektivity při spalování paliva. Rozvoj a zavádění nových technologií k splnění těchto různých norem vyžaduje značné investice automobilových společností, aby se zajistilo, že nové modely automobilů budou jak účinné ve spotřebě pohonných hmot, tak i bezpečné. Investice do vývoje technologií stejně jako testování aut byly, jsou a budou významnou nákladovou položkou pro společnosti vyrábějící automobily. Nelze očekávat, že by regulace a její změny měly do budoucna výraznější vliv na změnu ziskovosti v odvětví.¹

2.1.3.5 Vliv externích faktorů v automobilovém průmyslu

Co se týče vnějších vlivů působících na automobilový průmysl v USA, najdeme několik jak pozitivních, tak negativních faktorů, schopných zásadně ovlivnit vývoj tohoto odvětví v několika příštích letech. Rostoucí populace a změna struktury věkové pyramidy ve prospěch věkově starší populace (a tím i stále ještě aktivních řidičů) znamená rostoucí poptávku po automobilech. Ve prospěch tohoto odvětví hovoří i velmi rozvinutá logistická síť a široká síť dodavatelů, které tvoří podporující infrastrukturu pro výrobu. USA má navíc jako velmi rozvinutá a technologicky vyspělá země nakročeno právě do nových oblastí jako autonomní řízení nebo elektromobilita, které mohou sektor vynést do výše. Daňová reforma, která nedávno v USA proběhla, znamená potenciálně vyšší kupní sílu spotřebitelů. Mezi negativní faktory, které na odvětví mohou působit, patří mimo jiné vysoká cena práce, vysoce saturovaný trh nebo obchodní válka s Čínou, Mexikem a jinými zeměmi, vyústějící např. ve vyšší cenu oceli vlivem cla uvaleného na importované kovy. Také roste preference ojetých vozů a zejména pak vozů, které byly předmětem leasingu, a skončila jim smlouva.²

2.1.4 Farmaceutický průmysl

Jako další odvětví pro svou analýzu jsem si vybral to, které se zabývá výrobou léčiv a medikamentů. Do svého výběru jsem ho zařadil z toho důvodu, že se dle mého názoru jedná o sektor poměrně ziskový a navíc nereagující příliš na hospodářský cyklus a jeho změny. Produkty sem náležících firem jsou předmětem potřeby bez ohledu na konjunkturu či recesi a lidé za své zdraví budou vždy ochotni platit všemi dostupnými prostředky. Navíc jsem přesvědčen, že stárnoucí a rostoucí populace je velice silným

¹ *How much impact does government regulation have on the automotive sector?*. Investopedia [online]. [cit. 2018-12-27]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/ask/answers/042015/how-much-impact-does-government-regulation-have-automotive-sector.asp>

² *United States Autos Report | Q4 2018*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

argumentem pro to se o farmaceutický průmysl minimálně začít pravidelně zajímat z hlediska potenciální investice. Níže uvádím šestici největších firem společností tohoto odvětví umístěných na americké burze, které mají převahu tržeb z prodeje vlastních léků. Vybrány byly dle tržní kapitalizace a seřazeny dle výše aktiv.

Největší společnosti v odvětví farmaceutického průmyslu se sídlem na území USA seřazené dle velikosti aktiv k 30.9.2018

Společnost	Velikost aktiv (mil. USD)	Velikost tržeb (mil. USD)
	k 30.9.2018	k 30.9.2018
Pfizer	167 838,0	53 373,0
Johnson & Johnson	155 703,0	81 382,0
Allergan	106 542,5	16 033,8
Merck & Co	85 130,0	41 729,0
Eli Lilly and Company	44 625,1	24 277,8
Mylan	33 455,6	11 594,1

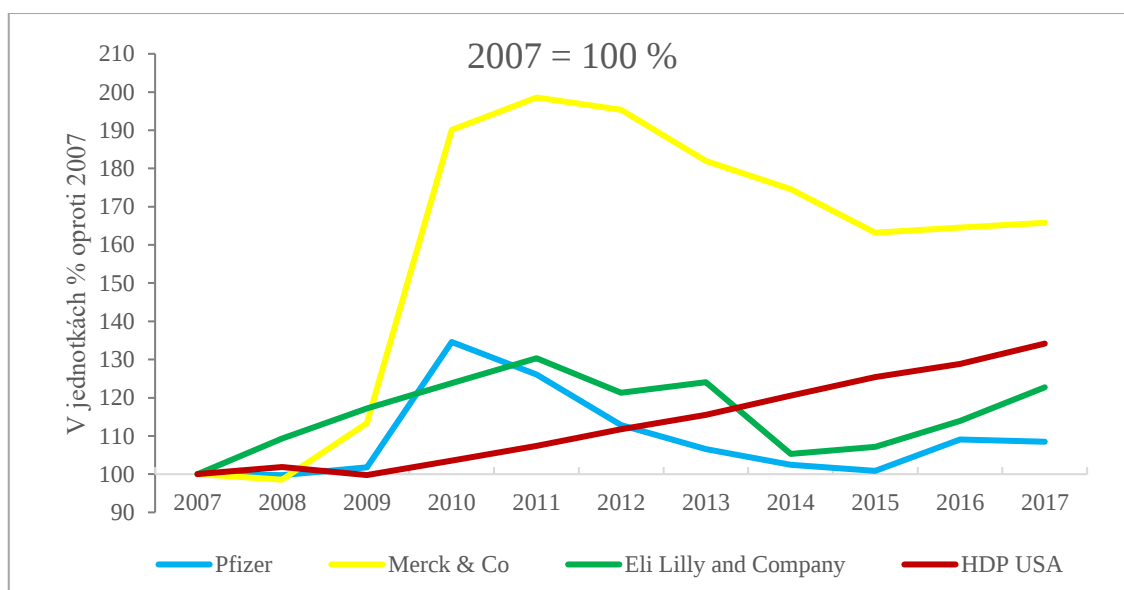
Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

2.1.4.1 Citlivost farmaceutického průmyslu na hospodářský cyklus

Zpracovaná teorie hovoří o tom, že farmaceutický průmysl je odvětví neutrální k hospodářskému cyklu. Produktem společností tohoto odvětví jsou léky, což jsou nezbytné statky. Lidé je kupují bez ohledu na to, jestli se jim daří v konjunkturu, nebo zda mají nouzi v recesi. Zároveň jde o zboží s nízkou cenovou elasticitou.¹ Níže uvádím graf vývoje růstu tržeb třech významných společností farmaceutického průmyslu (Pfizer, Merck & Co, Eli Lilly and Company) a hrubého domácího produktu Spojených států amerických.

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*, Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, s. 329-330

Graf 6: Porovnání výkonu odvětví farmaceutického průmyslu s vývojem HDP



Zpracováno pomocí dat zveřejněných na: Server Capital IQ [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Z grafu výše je patrné, že tyto tři nejvýznamnější reprezentanti farmaceutického průmyslu a jejich výsledky nejsou svázány s hospodářským cyklem. Pokud zprůměrujeme tržby těchto tří společností a porovnáme je s časovou řadou růstu HDP, resp. změříme desetiletý korelační koeficient těchto řad (2008-2017), vyjde nám hodnota 0,1. Korelace odvětví s hospodářským cyklem je tedy takřka nulová. Níže uvádím koeficienty zadlužené bety pro společnosti i odvětví.

Tabulka 8: Zadlužené beta vybraných společností a celého odvětví farmaceutického průmyslu

Subjekt	Hodnota zadlužené bety (β_L)
Pfizer	0,89
Merck & Co	0,74
Eli Lilly and Company	0,30
Farmaceutický průmysl (Duff&Phelps 2017)	0,80

Zpracováno pomocí: Server Capital IQ [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a DUFF & PHELPS. 2017 *Valuation Handbook – U.S. Industry Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2017

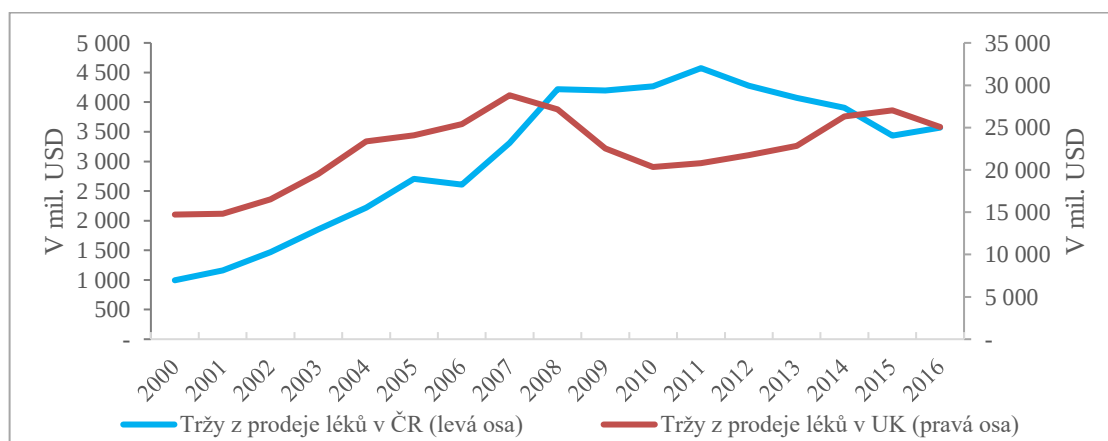
Dle výše uvedené tabulky je standardně zadlužená beta společností nižší než 1 a stejně tak je odhadnuta beta celého odvětví (tentokrát z hlediska tzv. Large Composite hlediska, tedy těch největších společností na trhu) v knize *Valuation Handbook 2017* od

Duff & Phelps. Jedná se tedy o defenzivní akcie, které dle teorie dosahují nejlepších výsledků v závěrečné fázi vzestupného trendu a počáteční fázi sestupného trendu. Jejich reakce na vývoj celého trhu či tržního indexu ovšem nebývá příliš intenzivní. Farmaceutický průmysl je daleko více ovlivňován jinými faktory, které si popíšeme dále v této podkapitole.

2.1.4.2 Fáze životního cyklu farmaceutického průmyslu

Toto odvětví stejně jako automobilový průmysl existuje již velmi dlouhou dobu. Farmaceutický průmysl patří momentálně mezi dospělé odvětví. Léky na převážnou část chorob a nemocí již existují a tak, jak postupně zastarávají patenty na revoluční léky uvedené na trh v minulosti a rozvíjí se prodej generických léků s nižší cenou, se výnosnost v odvětví postupně snižuje. Záleží tedy, jak postupuje věda kupředu a jak často farmaceutický průmysl přichází s novými patenty. Na grafu níže je vidět vývoj tržeb z prodeje léků v ČR a UK z let 2000 až 2016.

Graf 7: Vývoj tržeb z prodeje léků v ČR a UK



Zpracováno na základě dat z Pharmaceutical sales. OECD [online]. [cit. 2018-12-27]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=HEALTH_PHMC#

Ačkoliv se nejedná o tržby přímo na amerického trhu, je možné očekávat, že vývoj v USA bude mít velmi podobné charakteristiky. Pro toto odvětví je typické, že se zde střídají fáze rozvoje, dospělosti a úpadku právě podle vývoje zásadních léčiv a konců jejich ochrany (patentu).¹

¹ BERNAD, Stan. *Pharma vs. Pharma* [online]. 1.1.2009 [cit. 2018-12-28]. Dostupné z: <http://www.pharmexec.com/pharma-vs-pharma>

2.1.4.3 Tržní struktura farmaceutického průmyslu

Struktura trhu farmaceutických výrobků v USA je jednoznačně nedokonalá tržní konkurence, kromě amerických společností na trh pronikají zejména také výrobci léčiv ze západní Evropy, kteří navíc ještě do roku 2017 měly velkou výhodu v nižší dani z příjmu právnických osob v Evropě oproti USA. Spojené státy americké reprezentují největší farmaceutický trh na světě, neboť zahrnuje 45% výkonů farmaceutického odvětví globálně. Hodnota trhu byla oceněna v roce 2016 na okolo 446 miliard dolarů a v pokud budeme brát v potaz pouze tržby z prodeje léčiv (pouze toto odvětví), 6 z 10 globálně největších společností právě dle této charakteristiky pochází z USA. Mezi významné hráče mimo USA patří zejména Roche, Novartis, Novo Nordisk, Sanofi, GlaxoSmithKline, AstraZaneca či Bayer.¹

2.1.4.4 Stupeň regulace v odvětví farmaceutického průmyslu

Vzhledem k produktu je námi zkoumané odvětví podrobno poměrně bedlivému dohledu ze strany vládních úřadů, v tomto konkrétním případě pod dohledem FDA (Food and Drug Administration), založeném již v roce 1906. Hlavním údělem tohoto úřadu je schvalování léčiv (poskytování licencí), značení a zajišťování vysokých výrobních standardů při produkci. Schvalování nově předepisovaného léku je ve většině zemí velmi zdoluhavý a náročný proces. Nicméně, v USA je tento proces považován za velmi férový a transparentní. V případě, že je lék řádně schválen, je u něj nadále bedlivě sledován výrobní standard, zejména kvalita a čistota, skrze tzv. GMP (Good Manufacturing Practice). Pokud je u výrobce léku zjištěna odchylka, nebo je třeba jen varován od FDA, ovlivní to kredibilitu výrobce nejen u regulátorů ale i u pacientů. Existuje zde tedy velká citlivost na jakoukoliv chybu těchto firem, která se promítá rovněž do ceny akcií. Jde totiž přece jen o zdraví. V roce 2017 bylo schváleno 46 nových léků, což je druhý nejvyšší výsledek v posledních skoro třiceti letech. V roce 2018 se očekává obdobné číslo. V květnu roku 2017 stanul v čele FDA Scott Gottlieb, který za jeden ze svých hlavních cílů prohlašuje i zjednodušení a zrychlení schvalovacího procesu. Co se týče vlastnických práv, právní prostředí trhu v USA je považováno za transparentní a dobře regulované. Farmaceutické patenty jsou platné po dobu 20 let s případným prodloužením, jako kompenzaci za zdoluhavý schvalovací proces. Dále pak je nyní výhodou pro tento sektor poněkud nízký dohled nad propagací a reklamou týkající se léčiv a velmi benevolentní

¹ *United States Pharmaceuticals and healthcare Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

cenová regulace, která ale bohužel bude dle vládou připravovaných změn pravděpodobně brzy zpřísněna, což může omezit nyní tak vysoké prodejní marže.

2.1.4.5 Vliv externích faktorů ve farmaceutickém průmyslu

Velmi zásadním faktorem působícím na celé odvětví v USA je zákon ACA (Affordable Care Act / „Obama Care“), který pojišťovnám znemožňuje odmítnout hradit výdaje na léčení jedincům se špatnou zdravotní historií, zároveň si pojišťovny nemůžou účtovat vyšší příplatky nebo si vyhrazovat právo nehradit výdaje na léčení stavu, jehož symptomy se objevovaly před počátkem pojištění. Toto opatření by mělo navýšit výdaje pojišťoven a tím i zvýšit tržby výrobců a prodejců léčiv. V listopadu 2017 schválená daňová reforma snižující daň z příjmu z 35 % na 21 % a podporující repatriaci zisků do USA a naopak eliminující některé daňové úlevy sice pravděpodobně omezí výzkum nových léků na nepříliš časté choroby (z kterých následně neplynou nijak zásadní tržby), celkově ale podpoří výkonnost celého odvětví. Pozitiva pro toto odvětví v USA přináší i tyto další faktory:

- Dražší „značkové“ léky mají velmi významný podíl na trhu;
- Velmi vysoce rozvinutý výzkum a vývoj;
- Stárnoucí a rostoucí populace trpící více a více chorobami (včetně např. obezitou).

Negativa pak přináší zejména nejistota týkající se podoby budoucí regulace, vysoký počet vyprchávajících patentů a velká nespokojenost veřejnosti i vlády s vysokými cenami léků.¹

2.1.5 Porovnání jednotlivých odvětví

Poté co jsme podrobně zanalyzovali situaci v čtyřech odvětvích, z nichž každé má své kladné i stinné stránky, je na čase vybrat to, na které se v dalším kroku podíváme více do hloubky a zanalyzujeme jeho zástupce. Pro porovnání nejprve použijeme několik málo číselných statistik, nebude-li uvedeno jinak, půjde o:

- Pětiletý průměr ukazatele návratnosti vlastního kapitálu;
- Pětiletý průměr dividendového výnosu
- Pětiletý průměr provozní marže

¹ *United States Pharmaceuticals and healthcare Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

Dále pak, nebude-li uvedeno jinak, vše bude vypočítáno dle metodiky Duff & Phelps 2017 na velkých firmách v odvětví („Large Composite“). Výsledky za jednotlivá odvětví jsou uvedeny v tabulce níže.

Tabulka 9: Číselné charakteristiky porovnávaných odvětví

Odvětví	ROE v %	Dividendový výnos v %	Provozní marže v %
Komerční a retailové bankovníctví	8,5	2,2	29,6
Obnovitelná energie *	-3,4%	n/a	19,9%
Automobilový průmysl	11,1	3,4	5,4
Farmaceutický průmysl	4,4	3,4	25,5

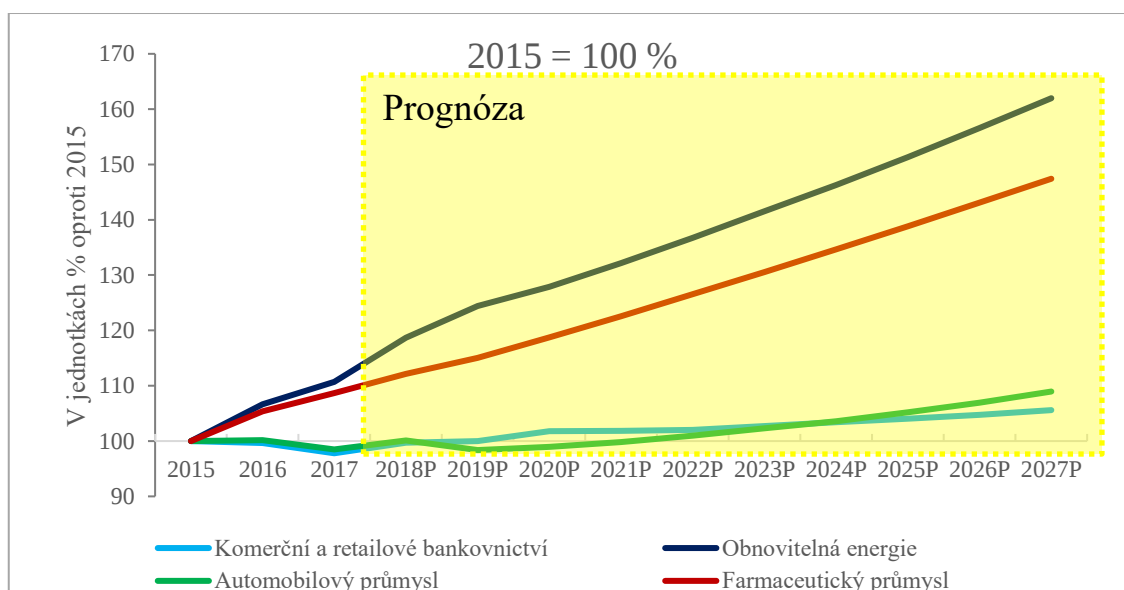
* K výpočtu pro odvětví obnovitelné energiebyli použity průměrné hodnoty ukazatelů za roky 2015-2017 z odvětví elektřiny z obnovitelných zdrojů s územním vymezením USA, na webu Capital IQ

Zpracováno pomocí: *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a DUFF & PHELPS. 2017 *Valuation Handbook – U.S. Industry Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2017

Jako provozně nejziskovější se dlouhodobě jeví bankovní sektor, zatímco automobilový sektor má největší ziskovost vztaženou vůči vlastnímu kapitálu. Nejvyšší dividenda vztažená k cenám akcií se vyplácí v automobilovém a farmaceutickém průmyslu.

Nyní si v grafu ukážeme, jak analytici společnosti Fitch Solutions (resp. Energy Information Agency v případě obnovitelné energie) hodnotí budoucí vývoj námi porovnávaných odvětví. Půjde o prognózy velikostí trhů daných odvětví v USA a to až do roku 2027. Pro lepší porovnatelnost si opět hodnoty ukážeme jako procentuální vůči bazické hodnotě z roku 2015. Co se jednotlivých časových řad v níže zobrazeném grafu týče, v případě komerčního a retailového bankovníctví jde o vývoj poskytnutých úvěrů v USD, v případě obnovitelné energie o množství vyrobené energie v TWh, v případě automobilového průmyslu o počet prodaných aut a v případě farmaceutického průmyslu jde o vývoj tržeb v USD. Jako argument zde lze namítnout, že vývoj bankovníctví a farmaceutického průmyslu je zvýhodněn díky projekci v peněžní hodnotě, která je navíc posilována inflací, proto k projekcím připočtu i odhadovanou míru inflace v USA. Odhad byl získán ze serveru statista do roku 2023, pro zbývající roky jsem použil míru 2 %.

Graf 8: Prognózy vývoje jednotlivých odvětví



Zpracováno pomocí Data tool. BMI Research [online]. [cit. 2018-12-26]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/data/datatool> a Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2023. Statista [online]. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>

Z výše uvedených prognóz je patrné, že nejvíce dynamický růst je očekáván u odvětví obnovitelné energie. Stejně tak farmaceutický průmysl si nepovede dle analytiků špatně. U zbývajících odvětví jsou analytici naladěni mnohem konzervativněji, v roce 2019 dokonce očekávají mírný pokles.

Nakonec ke shrnutí informací uvedených pro jednotlivé odvětví výše a zároveň jako jistou formu porovnání použiji analýzu silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb (SWOT analýza). Výsledky této analýzy zobrazím jako čtyři tabulky přímo pod sebou v obvyklém pořadí.

Tabulka 10: Silné stránky porovnávaných odvětví

Odvětví	Silné stránky
Komerční a retailové bankovníctví	• Vysoká stabilita díky rozšířeným požadavkům kapitálové přiměřenosti (tzv. kapitálové polštáře) a omezení závislosti na krátkodobém financování • Nezbytnost komerčních bank pro ekonomiku • Oligopolní a velmi ziskové prostředí s bariérami vstupu • Nízký podíl nesplacených půjček
Obnovitelná energie	• Vysoká podpora odvětví na úrovni jednotlivých států

	• Odvětví ve fázi vysokého rozvoje • Daňově zvýhodněno
Automobilový průmysl	• Kvalifikovaná pracovní síla, vysoká přidaná hodnota práce • Výborná dodavatelská infrastruktura a logistika • Vysoké dividendové výnosy
Farmaceutický průmysl	• USA jakožto největší a nejvíce pokročilý trh na světě • Nízká citlivost na hospodářský cyklus, léky budou vždy potřeba • Nízké cenové restrikce • Velký podíl značkových léčiv prodávaných s vyšší marží • Nízká regulace propagace a reklamy léčiv

Tabulka 11: Slabé stránky porovnávaných odvětví

Odvětví	Slabé stránky
Komerční a retailové bankovníctví	• Vysoký stupeň regulace snižující ziskovost odvětví • Poměrně nízký dividendový výnos v odvětví
Obnovitelná energie	• Vysoká konkurence • Nedostatečná infrastruktura spojující různé regiony • Stále ještě vysoké náklady • Vysoká kolísavost zisků, časté ztráty v uplynulých letech
Automobilový průmysl	• Vysoký stupeň konkurence • Drahá pracovní síla, vysoké náklady, nízká provozní marže v odvětví • Saturovaný trh
Farmaceutický průmysl	• Velký podíl nepojištěných osob, které si nemohou dovolit léčbu • Relativně vysoké provozní náklady ztěžující export

Tabulka 12: Příležitosti porovnávaných odvětví

Odvětví	Příležitosti
Komerční a retailové bankovníctví	• Zmírňující se regulace pod administrativou Donalda Trumpa • Růst reálných mezd a kupní síly obyvatelstva (podpora nákupu nemovitostí – hypoték) • Růst použití vyspělých technologií v bankovníctví
Obnovitelná energie	• Postupně klesající náklady na výrobu elektřiny vlivem nových technologií • Vysoký zájem veřejnosti • Globální oteplování a nelibost k jadernému odpadu
Automobilový průmysl	• Technologická vyspělost USA a důraz na vývoj nových technologií • Daňová reforma zvyšující kupní sílu obyvatel • Zvyšující se počet řidičů vlivem změn ve struktuře demografické pyramidy
Farmaceutický průmysl	• Důraz na výzkum a vývoj • Stárnoucí populace a rostoucí počet případů chorob • Reforma zaměřena na zdravotní pojišťovny rozšiřující počet potenciálních zákazníků • Příslib úřadů zmírnit náročnost uvedení nových léčiv na trh • Daňová reforma činící americké zástupce konkurenceschopnější na mezinárodním trhu

Tabulka 13: Hrozby porovnávaných odvětví

Odvětví	Hrozby
Komerční a retailové bankovníctví	• Nová konkurence vlivem technologických změn • Hrozba obchodní války s Čínou • Přílišná vázanost trhu půjček na trh hypoték (stavebnictví) a tím i citlivost na hospodářský cyklus

Obnovitelná energie	• Hrozba obchodní války s Čínou (dražší materiál pro výrobu zařízení vlivem cel) • Nízká podpora na federální úrovni • Daňová reforma a zpomalení přílivu investic • Důraz na efektivitu při spotřebě elektřiny • Odstoupení USA od Pařížské dohody
Automobilový průmysl	• Celní politika v oblasti oceli (jakožto vstupu při výrobě) • Rostoucí preference ojetin
Farmaceutický průmysl	• Mnoho patentů, kterým dochází ochrana • Obecná nespokojenost s vysokými cenami léčiv a pravděpodobný zásah ze strany vlády

2.1.6 Výběr nejperspektivnějšího odvětví s vysokým růstovým potenciálem

Po důkladném zvážení výše uvedených informací, číselných charakteristik, prognóz profesionálních analytiků a analýzy SWOT jsem se rozhodl věnovat se nadále ve své analýze výhradně odvětví **farmaceutického průmyslu**. Přesvědčila mě přitom jak velká převaha pozitivních ovlivňujících faktorů nad negativními, tak veliký optimismus profesionálů a jejich názory, které sdílím. Mezi hlavní důvody pro mou volbu řadím následující fakta:

- a) Jde o defenzivní akcie, které zažívají největší úspěch právě v době končící konjunktury a začínající recese, která je dle názorů některých ekonomů aktuálně velkou hrozbou;¹
- b) Nedávná daňová reforma, potenciální rozšíření počtu pojištěných osob a poměrně nízká a transparentní regulace, navíc s příslibem ještě snazšího uvádění léků na trh je dle mého názoru zárukou prosperity celého odvětví v příštích letech;
- c) Věřím, že toto odvětví je jedno z těch, které budou nejvíce profitovat na prognózovaném demografickém vývoji;

¹ FRAYER, Miroslav. Medvědí rodina upevní vládu nad akciovými trhy. *Hospodářské noviny* [online]. 27.12.2018 [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://byznys.ihned.cz/c1-66405470-medvedi-rodina-upevni-vladu-nad-akciovymi-trhy>

- d) Jde o dospělé a plně rozvinuté odvětví s dlouhou historií plnou poměrně stabilních výkonů a dlouhodobě vysokou ziskovostí;
- e) Technologická vyspělost USA a pozice světového leadera nejen ve velikosti trhu ale také ve výzkumu a vývoji je příslibem nových patentů a převratných léčiv vynášejícím farmaceutickým společnostem miliardy dolarů.

2.2 Komparace vybraných zástupců odvětví pomocí finanční analýzy a zohlednění aktuální situace konkrétních firem

V této kapitole se budu podrobně věnovat zástupcům farmaceutického průmyslu v USA. Jejich finanční výsledky z posledních let tří let (2015, 2016 a 2017) podrobím analýze a porovnáám mezi sebou jak z časového, tak z prostorového hlediska. Používat k tomu budu ukazatelů rentability, zadluženosti, likvidity, tradičních ukazatelů kapitálového trhu a ukazatele hotovostního konverzního cyklu. Dále provedu rešerši zpráv a posledního vývoje hospodaření týkajících se zkoumaných firem a zohledním takto nabitě informace při výběru dvou společností, jejichž akcie podrobím výpočtu vnitřní hodnoty.

2.2.1 Výběr firem pro analýzu

Při výběru firem budu dbát, aby firmy byly kótované na americkém akciovém trhu, a to buď na burzách New Yorku NYSE a Nasdaq, nebo na burze v Chicagu CHX. Zároveň zařadím pouze firmy, které mají většinu tržeb v námi vybraném odvětví, tedy farmaceutickém průmyslu. Firma Johnson & Johnson, navzdory uvádění většinou zdrojů jako nejvýznamnější zástupce farmaceutického odvětví, nesplnila mou podmínku v roce 2017, kdy její tržby z prodeje léčiv dosáhly pouze 47,5 %. Zbytek tvořil prodej např. produktů péče o tělo, o ústní dutinu, o dítě a zejména také zdravotnických nástrojů.¹ Svůj výběr z podkapitoly 3.1.4 jsem naopak rozšířil o několik významných společností. V konečném výběru, který budu analyzovat, tak budou tyto společnosti:

- Pfizer
- Allergan
- Merck & Co
- Eli Lilly and Company
- Mylan

¹ Johnson & Johnson's Annual Report 2017. *Annualreports.com* [online]. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: http://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReports/PDF/NYSE_JNJ_2017.pdf

- Amgen
- Gilead Sciences
- Bristol-Myers Squibb
- Abbvie

U těchto devíti společností budu následně porovnávat výsledky za jednotlivé roky jednak s průměrem za celé odvětví¹ a jednak s mediánem hodnot porovnávaných společností. Váhu budu následně přikládat také vývoji v čase. Zeleně budou vyznačena pole s výsledky, které preferovány před ostatními a to z důvodu lepšího stavu, než jest medián skupiny a průměr celého odvětví, nebude-li uvedeno jinak. Společnosti, které vycházejí z dané analýzy nejlépe, budou vyznačeny světle modře v levém sloupci. Nejhorší výsledek označím červenou barvou. Pokud je ve výsledku označení NM, jde o zkratku „Nelze měřit“. Takový ukazatel pak postrádá smysl ekonomicky hodnotit. Více bude popsáno u konkrétních analýz s takovými případy.

2.2.2 Analýza rentability

V následující sekci jsem se rozhodl použít tři ukazatele definované v podkapitole 1.5.1., a sice ROE, ROA a ROS. První dva jmenované v podobě s čistým ziskem, třetí jmenovaný v podobě EBITDA marže, neboť věřím, že jde o nejlepší ukazatel provozní ziskovosti společnosti, omezující možnost manipulace se ziskem skrze tvorbu rezerv a odpisů. Výsledky výpočtu jsou následující:

Tabulka 14: Analýza rentability

Společnost	ROE			ROA			EBITDA marže		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Pfizer	10,2%	11,6%	32,5%	4,2%	4,3%	12,4%	38,5%	37,5%	40,5%
Allergan	-5,6%	-1,2%	-5,0%	-3,1%	-0,7%	-3,0%	44,0%	41,6%	45,6%
Merck & Co	9,5%	9,3%	6,5%	4,5%	4,0%	2,6%	37,6%	38,4%	31,7%
Eli Lilly and Company	16,1%	19,1%	-1,6%	6,7%	7,4%	-0,5%	25,2%	25,3%	28,4%
Mylan	13,0%	4,6%	5,7%	4,5%	1,7%	2,0%	29,8%	31,7%	30,4%
Amgen	25,8%	26,6%	7,2%	9,9%	10,4%	2,5%	49,1%	51,9%	54,2%
Gilead Sciences	103,6%	70,1%	23,3%	41,9%	24,8%	7,3%	71,4%	63,3%	60,1%

¹ Výsledky pro odvětví byly získány jako celkové výsledky za všechny evidované společnosti působící mající jako hlavní obor své činnosti farmaceutický průmysl a biotechnologie a zároveň mají sídlo na území USA. Získáno z *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Bristol-Myers Squibb	11,1%	29,3%	6,9%	5,0%	13,8%	2,9%	26,8%	29,4%	27,4%
Abbvie	180,9 %	138,7 %	109,1 %	12,8%	10,0%	7,8%	42,4%	42,2%	43,0%
Medián	13,0%	19,1%	6,9%	5,0%	7,4%	2,6%	38,5%	38,4%	40,5%
Odvětví	11,0%	9,1%	4,1%	5,4%	5,3%	5,0%	34,1%	33,1%	32,3%

Zpracováno na základě dat z *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21].
Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Nejlépe v analýze rentability dopadly společnosti Pfizer, Amgen, Gilead Sciences a Abbvie. Společnost Pfizer jsem vybral zejména pro rostoucí trend jejích ukazatelů a nevyšší, resp. druhé nejvyšší výsledky u ROE a ROA. Nic na tom nemění ani fakt, že provozní ziskovost je mezi ostatními firmami průměrná. Možnou příčinou takové skutečnosti je levnější financování skrze cizí kapitál oproti konkurentům. Zbylé společnosti jsem vybral díky nadprůměrné ziskovosti všech ukazatelů, klesajícímu trendu navzdory. Možnou hrozbu již teď vnímám u společnosti Abbvie, která se dle výsledků ROE jeví jako předlužená. Tuto domněnku budu ověřovat dále v analýze zadluženosti. Nejhorší dopadla společnost Allergan, která tři roky po sobě dosahuje značných ztrát a prodělává.

2.2.3 Analýza zadluženosti

V této analýze použiji ukazatele finanční páky, čistého dluhu vůči EBITDA a ukazatele úrokového krytí. Považuji za velmi obtížné identifikovat správný poměr vlastního a cizího kapitálu ve firmě, neboť s rostoucí finanční pákou sice klesají náklady kapitálu a roste návratnost vlastního kapitálu, za to ale roste riziko pro akcionáře. Za kladné výsledky tedy označím ty, které budou stejně vysoké nebo přiměřeně nižší, než medián za celou skupinu. Údaje o finanční páce za celé odvětví bohužel nejsou k dispozici. Označení NM u společnosti Allergan je v důsledku záporného zisku, tedy ztráty (ztráta vypovídací schopnosti – hodnotím negativně), u společnosti Amgen jde o případ, kdy má společnost více hotovosti než dluhu, což hodnotím pozitivně. Společnost má velké likviditní rezervy a zároveň má velkou kapacitu pro získání dodatečného dluhu. U ukazatele čistého dluhu vůči EBITDA budu hodnotit kladně všechny výsledky nižší než 1,2.

Tabulka 15: Analýza zadluženosti

Společnost	Finanční páka			Čistý dluh / EBITDA			Ukazatel úrokového krytí		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Pfizer	2,6	2,9	2,4	0,8	1,2	1,1	11,5	12,0	11,9
Allergan	1,8	1,7	1,6	7,4	3,2	3,3	0,0	NM	NM
Merck & Co	2,3	2,4	2,5	0,9	0,7	1,3	12,9	14,5	10,8
Eli Lilly and Company	2,4	2,8	3,9	0,7	0,8	0,9	22,3	20,9	21,9
Mylan	2,3	3,1	2,7	2,1	4,1	3,9	5,3	4,5	3,5
Amgen	2,5	2,6	3,2	0,0	NM	NM	7,9	7,8	8,0
Gilead Sciences	2,7	2,9	3,4	0,3	0,8	0,5	32,3	18,7	12,9
Bristol-Myers Squibb	2,2	2,1	2,8	0,5	0,1	0,2	21,0	31,1	27,3
Abbvie	13,4	14,3	13,9	2,4	2,8	2,3	12,3	9,2	9,3
Medián	2,4	2,8	2,8	0,8	1,0	1,2	12,3	13,3	11,4
Odvětví	n/a	n/a	n/a	0,7	0,7	0,9	10,2	8,7	7,7

Zpracováno na základě dat z Server Capital IQ [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Jako nejhorší výsledek hodnotím společnost Allergan, která není schopná ze svého provozního zisku splácet úroky a má poměrně vysoký poměr vlastního kapitálu oproti ostatním společnostem, což omezuje její ziskovost. Negativně hodnotím také společnost Abbvie, která má příliš vysokou hodnotu finanční páky a vystavuje své akcionáře příliš vysokému riziku. Pro přiměřené hodnoty finanční páky, velmi nízké zadlužení vzhledem k hladině hotovosti i EBITDA a relativně velmi slušné ukazatele úrokového krytí hodnotím pozitivně společnosti Bristol-Myers Squibb, Merck & Co, Eli Lilly and Company a Gilead Sciences. U posledních třech jmenovaných navzdory slušným výsledkům hodnotím negativně zhoršující se výsledky v čase. Vzhledem k tomu, že jde o i v posledních letech nadprůměrné hodnoty, nebudu tomuto jevu přikládat velkou váhu.

2.2.4 Analýza likvidity

V této podkapitole budeme společnosti analyzovat z hlediska likvidity. Použijeme pro to ukazatele běžné a okamžité likvidity jak bylo definováno v podkapitole 1.5.1. Hodnoty by neměly být ani příliš vysoké, ani příliš nízké. Příliš vysoké hodnoty značí buď to, že podnik drží příliš krátkodobých aktiv, která nejsou tak výnosná jako ty

dlouhodobá, nebo je naopak financován příliš vysokou měrou dlouhodobými pasivy, která jsou dražší. Příliš nízké hodnoty znamenají riziko pro podnik, že v případě nenadálé události nebude schopen dostát svým závazkům – stane se nesolventním. Výsledky analýzy jsou shrnuty v následující tabulce.

Tabulka 16: Analýza likvidity

Společnost	Běžná likvidita			Pohotovostní likvidita		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Pfizer	1,5	1,3	1,4	1,2	0,9	1,0
Allergan	1,0	2,3	1,2	0,4	2,0	1,0
Merck & Co	1,5	1,8	1,3	1,0	1,2	0,8
Eli Lilly and Company	1,5	1,4	1,3	1,0	1,0	0,9
Mylan	1,6	1,5	1,1	1,0	0,9	0,6
Amgen	4,4	4,1	5,5	4,0	3,7	5,0
Gilead Sciences	2,5	2,1	2,7	2,1	1,8	2,6
Bristol-Myers Squibb	1,3	1,6	1,6	1,0	1,3	1,3
Abbvie	1,5	1,7	1,3	1,2	1,2	1,0
Medián	1,5	1,7	1,3	1,0	1,2	1,0
Odvětví	2,1	2,3	2,0	1,4	1,4	1,4

Zpracováno na základě dat z *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Dle zpracované teorie by se měl ukazatel běžné likvidity pohybovat mezi 1,5 až 2,5 a ukazatel pohotovostní likvidity mezi 1 a 1,5. Proto jsem zeleně vyznačil ty výsledky, jež tuto podmínku splňují. Z analýzy vyšlo najevo, že vybrané společnosti ani odvětví jako celek netrpí závažnějšími problémy s likviditou. Nejhorší výsledek proto, dle mého soudu, vyšel u společnosti Amgen, která je až zbytečně příliš likvidní. Jen velice těsně podmínky nesplnily společnosti Pfizer a Eli Lilly. Zbytečně konzervativní, ale ještě relativně přiměřenou provozní strategii je možné vidět u společnosti Gilead Sciences.

2.2.5 Analýza cyklu hotovostní konverze

V poslední podkapitole provedeme analýzu cyklu hotovostní konverze, která zahrnuje výpočty dnů obratu zásob, pohledávek a závazků. Hlavním výsledkem, který budu hodnotit, je až zmíněný ukazatel CCC („cash conversion cycle“), ukáži ale také jeho rozklad, aby bylo zřejmé, co stojí za výsledky a co firma dělá, resp. mohla by dělat lépe.

Výsledky analýzy jsou v tabulce níže. Zeleně budu označovat vždy ty výsledky, jež předčí trh i medián této skupiny. Pro DIO a DSO platí: Čím méně, tím lépe. U DPO je to právě naopak. Pouze tak, že nám budou dříve zaplacený pohledávky, že nám nebude zbytečně na skladě ležet příliš zásob a zároveň, že budeme moci zaplatit dodavatelům co nejpozději, docílíme toho, že budeme schopni držet více peněz a použít je pro chod a rozvoj společnosti.

Tabulka 17: Analýza cyklu hotovostní konverze

Společnost	DIO			DSO			DPO			Výsledné CCC		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Pfizer	256,9	219,4	247,5	61,9	56,8	57,1	111,2	133,3	147,4	207,6	142,9	157,3
Allergan	216,4	149,3	136,7	46,6	58,5	62,2	79,2	45,6	42,6	183,7	162,2	156,2
Merck & Co	130,0	131,0	145,4	60,9	62,2	63,2	69,5	72,2	84,7	121,4	121,0	123,9
Eli Lilly and Company	224,1	226,8	241,1	61,7	65,0	68,4	78,4	85,2	72,3	207,4	206,6	237,3
Mylan	130,3	132,7	131,6	91,7	90,9	96,0	68,8	68,3	72,8	153,1	155,3	154,8
Amgen	222,2	227,8	259,5	48,3	51,5	53,6	90,3	77,0	103,2	180,2	202,2	209,9
Gilead Sciences	152,2	152,1	99,7	58,7	62,4	58,5	85,1	112,1	102,8	125,8	102,5	55,4
Bristol-Myers Squibb	132,7	91,5	74,2	76,0	80,9	83,9	212,1	119,5	122,2	-3,5	52,8	35,9
Abbvie	122,4	99,9	83,2	67,6	67,7	63,7	113,2	99,6	76,8	76,8	68,0	70,1
Medián	152,2	149,3	136,7	61,7	62,4	63,2	85,1	85,2	84,7	153,1	142,9	154,8
Odvětví	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	146,3	142,5	138,9

Zpracováno na základě dat z *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Na první pohled nejlepší výsledek můžeme vidět u společnosti Bristol-Myers Squibb, jejíž výsledky cyklu hotovostní konverze jsou v roce 2015 dokonce záporné. Nepřiměřeně vysoké DPO v tomto případě ale mohlo signalizovat také problémy se splácením. Proto v případě, že bude společnost mezi vybranými s nejlepšími výsledky analýzy, bude této anomálii věnována pozornost. Výborně dopadla také společnost Gilead Sciences, u které lze pozorovat pozitivní trend klesajícího CCC. Skvělý výsledek má ještě společnost Abbvie. Nejhorší výsledek pak má jednoznačně společnost Eli Lilly and Company, která má příliš velké množství zásob, což může indikovat problémy s odbytem zboží a znamená pro společnost zbytečně nevyužívanou hodnotu peněz.

2.2.6 Vyhodnocení výsledků z analýzy

Po důkladném zvážení výsledků jednotlivých společností ve všech čtyřech analýzách jsem došel k následujícímu pořadí, od nejlepšího po nejhorší:

1. **Gilead Sciences + Bristol-Myers Squibb;**
2. **Abbvie;**
3. **Pfizer;**
4. **Merck & Co;**
5. **Eli Lilly and Company + Mylan;**
6. **Amgen;**
7. **Allergan.**

Pořadí bylo určeno přidělováním bodů kladných i záporných za výsledky v jednotlivých analýzách a to ve škále <-4;4>. Jednoznačně nejlépe si vedly společnosti Gilead Sciences a Bristol-Myers Squibb, které takřka ve všech analýzách dosahovaly nejlepších výsledků, a zároveň jim nebyl přidělen jediný záporný bod. Velmi dobře si vedly také společnosti Pfizer a Abbvie, přičemž druhou jmenovanou jsem nejprve penalizoval za příliš vysoký podíl cizího kapitálu. Po prozkoumání příčiny jsem od negativního hodnocení zadluženosti upustil. Příčinou jest, že společnost za své peníze vykupuje vlastní akcie z oběhu.¹ Tím se management společnosti snaží dát jasně najevo, že cena akcií by měla být vyšší, že společnost má dostatečnou hotovost a tímto krokem svým způsobem vrací peníze svým akcionářům. Nákupy akcií totiž zvyšují její cenu a zároveň omezují počet akcií na trhu, což má za následek vyšší zisky na akcii stejně jako vyšší dividendy vyplacené na jednu akcii. Na druhou stranu, může jít rovněž o známku toho, že společnost nemá jiné příležitosti k růstu, což pro investory hledající růst tržeb a zisků není dobrou známkou.² Níže uvádím tabulku s hodnocením, z které bylo pořadí odvozeno.

Tabulka 18: Vyhodnocení analýzy společnosti

Společnost	Ziskovost	Zadluženost	Likvidita	Cyklus hotovostní konverze
Pfizer	3	1	2	0
Allergan	-4	-1	0	0

¹ Abbvie's Annual Report 2017. *Abbvie.com* [online]. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://investors.abbvie.com/annual-report-proxy>

² KENTON, Will. Share Repurchase. *Investopedia* [online]. [cit. 2019-01-01]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/s/sharerepurchase.asp>

Merck & Co	0	1	0	1
Eli Lilly and Company	-3	2	2	-3
Mylan	-1	0	-1	0
Amgen	1	0	-2	-2
Gilead Sciences	3	2	2	4
Bristol-Myers Squibb	0	4	4	4
Abbvie	2	0	3	3

Zdroj: Vlastní zpracování

Dvě společnosti s nejlepšími výsledky, a sice Gilead Sciences a Bristol-Myers Squibb, v další části této práce podrobím určování vnitřní hodnoty, neboť věřím, že právě tyto společnosti ve svém perspektivním oboru dosahují a budou nadále dosahovat nadprůměrných výsledků. Považuji je za zdravé po provozní i finanční stránce.

2.2.7 Rešerše k vybraným společnostem

Dříve, než se pustíme do určování vnitřní hodnoty akcií dvou vybraných firem, považuji za vhodné důkladně prozkoumat dění kolem vybraných firem. Je možné, že se v nedávné době stala pro hospodaření společnosti zásadní událost, která není promítnuta v žádné dosud vykonané analýze či prozkoumaném reportu. V rámci této kapitoly bude cílem včasné odhalit případná nově nastalá rizika. Příkladem takového naplněného rizika může být např. společnost Johnson & Johnson, v jejímž dětském pudru byl nedávno nalezen azbest způsobující rakovinu. V polovině prosince 2018 navíc vydala agentura Reuters zprávu o tom, že společnost o azbestu věděla již déle než deset let. Akcie na to reagovaly prudkým pádem ceny, neboť takové odhalení může znamenat mnoho miliard vyplacených společností na pokutách.¹ V takovém případě bychom pak vybrali pro určování vnitřní hodnoty další akcii v pořadí.

2.2.7.1 Gilead Sciences

V případě společnosti Gilead Sciences jsem při rešerši zpráv z posledního měsíce dospěl k názoru, že nenastala žádná zásadní událost, pro kterou by mělo smysl společnost vyřadit z finálního výběru. Níže uvádím v tabulce souhrn nejdůležitějších zpráv za měsíc prosinec 2018.

¹ PEMBERTON, Becky. What is the Johnson & Johnson talcum powder cancer case, how much do they have to pay and what has happened to the share price?. TheSun.co.uk [online]. 14.12.2018 [cit. 2019-01-01]. Dostupné z: <https://www.thesun.co.uk/news/3506164/talcum-baby-powder-johnson-johnson-cancer-lawsuit/>

Tabulka 19: Zprávy týkající se Gilead Sciences za měsíc prosinec

Zpráva	Zdroj	Vliv	Datum
„Hedgeové fundy se zbavují akcií společnosti Gilead Sciences.“	Yahoo Finance	Negativní	7.12.
„Společnost najala bývalého šéfa Roche jako nového CEO.“	Investing.com	Pozitivní	13.12.
Vydáno doporučení ke koupi akcie.	Guggenheim brokerage	Pozitivní	17.12
Vydáno doporučení ke koupi akcie.	Cantor Fitzgerald brokerage	Pozitivní	19.12.
„Agenus navázala spolupráci s Gilead Sciences v oblasti výzkumu a vývoje v imuno-onkologii.“	Xconomy	Pozitivní	20.12.
„Společnost navázala spolupráci s Scholar Rock v oblasti výzkumu a vývoje fibrotických onemocnění“	Global Banking And Finance Review	Pozitivní	21.12.

Zpracováno na základě *Stock Review: Gilead Sciences Falls 9% in Past Month* [online]. Melbourne: News Bites Pty Ltd, 31.12.2018 [cit. 2019-01-01], 2018 ProQuest Central

2.2.7.2 Bristol-Myers Squibb

Co se týče druhé námi vybrané společnosti, ani zde jsem neshledal závažné riziko vyplývající v nedávné době, které by zásadně ohrozilo ziskový potenciál koupi této akcie. Souhrn nejzásadnějších zpráv za měsíc prosinec a jejich vliv viz níže v tabulce.

Tabulka 20: Zprávy týkající se Bristol-Myers Squibb za měsíc prosinec

Zpráva	Zdroj	Vliv	Datum
„PharmaSolutions oznámila partnerství s Bristol-Myers Squibb za účelem posílení výzkumu v oblasti zánětlivých onemocnění střev.“	Medindia	Pozitivní	3.12.
Vydáno doporučení ke koupi akcie	BMO Capital Markets brokerage	Pozitivní	6.12.
Vydáno doporučení k ponechání akcií v portfoliu	Credit Suisse Group	Neutrální	13.12.
„Bristol-Myers Squibb investuje do společnosti Vedanta za účelem financování klinických testů nových léků na alergie z jídla, rakovinu a bakteriální infekce.“	marketscreener.com	Pozitivní	28.12.

„BNP Paribas Investment Partners navýšili účast v Bristol-Myers Squibb.“	reurope.com	Pozitivní	31.12.
---	-------------	-----------	--------

Zpracováno na základě *Stock Review: Bristol Myers Squibb Tumbles 16% in Past Quarter* [online]. Melbourne: News Bites Pty Ltd, 31.12.2018 [cit. 2019-01-01], 2018 ProQuest Central.

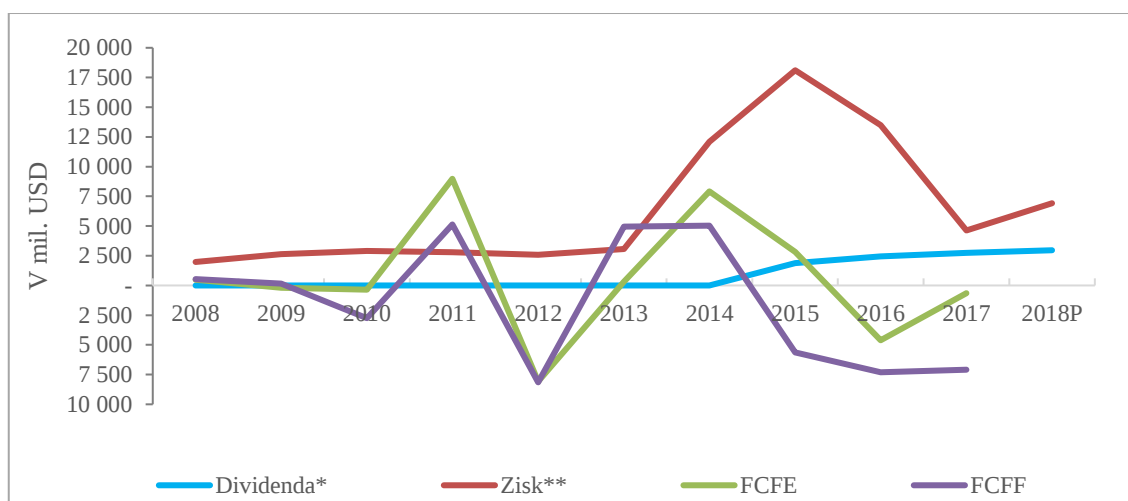
2.3 Určení vnitřní hodnoty vybraných akciových titulů

V této kapitole budeme počítat vnitřní hodnoty akcií dvou výše určených firem. Pracovat přitom budeme s aktuálně dostupnými údaji. Bohužel zatím nyní, k počátku roku 2019 neznáme přesné finanční výsledky našich společností k 31.12.2018. Poslední reálné údaje, se kterými budeme počítat, jsou většinou roční výsledky za rok 2017. Zároveň bude možné použít přesnou výši dividend vyplacených v roce 2018, která je již známá (vyplácelo se v průběhu roku), eventuálně bude možné použít odhady zisku a dividend na rok 2018 a dále získané z analytických webů. Pro každou z akcií vybereme tři až čtyři, dle mého soudu, nejvhodnější modely, pomocí nichž zjistíme odhad jejich vnitřních hodnot. V práci se pokusím použít modely pracující se všemi třemi základními veličinami s největším vlivem na hodnotu akcie, a sice s dividendou, ziskem firmy a cash flow firmy. Ačkoliv se budu snažit používat stejné/podobné modely pro lepší porovnatelnost v případě obou akcií, odlišné výsledky obou firem mi mohou zamezit použití totožných metod k zjištění vnitřní hodnoty. Začneme společností Gilead Sciences. Vyhodnocení a komentář všech odhadů bude k dispozici na konci této kapitoly.

2.3.1 Vnitřní hodnota akcie Gilead Sciences

Abychom vybrali správný model pro určení VH akcie, je třeba znát minulou i současnou situaci firmy, proto si na grafu níže představíme vývoj zisku, dividend a ukazatelů FCFE a FCFF v letech 2008 až 2017, resp. 2018 pro výši dividend a zisku.

Graf 9: Vývoj základních veličin firmy Gilead Sciences v čase



Zpracováno pomocí Server Capital IQ [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a dále bylo použito následující:

* Reálná výše dividendy v roce 2018 odvozena na základě vývoje počtu akcií a vyhlášené dividendě 0,57 centů na jednu akcii 4x do roka. Data získána z Dividend History for Gilead Sciences Inc (NASDAQ:GILD). Dividendinvestor.com [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://www.dividendinvestor.com/dividend-history-detail/gild/>

** Zisk za rok 2018 je odhadem z Gilead Sciences, Inc. (GILD). Finance.yahoo.com [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/gild/analysis?ltr=1>

Z grafu lze vyčíst, že rok 2017 nebyl pro společnost příznivým rokem. To lze vyčíst z vývoje zisku, který byl od roku 2015 poznamenán především poklesem v tržbách a nárůstem výdajů na výzkum a vývoj nových léků. Velmi špatný vývoj peněžních toků FCFE a FCFF je dán jednoznačně především zpětným nákupem vlastních akcií v celkové výši přes 26 miliard USD v letech 2014 až 2016 a investicemi (zejména akvizice a účasti v jiných firmách) přesahující hodnotu 40,5 miliard USA v letech 2015 až 2017. Vzhledem k nadprůměrným výsledkům oproti trhu i přes nedávný výrazný pokles zisku a cash flow se mi firma jeví stále jako perspektivní společnost, natož když vezmeme v potaz vysokou míru investic a rostoucí dividendu i odhad zisku za rok 2018. Ačkoliv jsou cash flow modely podle mě jednou z nejvíce vypovídajících metod, nebude ji bohužel v případě Gilead Sciences využito právě z důvodu špatného vývoje této veličiny v posledních letech.

2.3.1.1 Výpočet požadované výnosové míry pro Gilead Sciences

Při výpočtu budeme vycházet z vzorce 1.5 pro CAPM. Jako bezrizikovou výnosovou míru použijeme průměrný výnos do doby splatnosti desetiletých amerických státních dluhopisů (tzv. treasury bonds) získány zprůměrováním měsíčních dat mezi

měsíci prosinec 2013 a 2018.¹ Pro prémii za tržní riziko použijeme implikovanou akciovou rizikovou přírážku počítanou profesorem A. Damodaranem pro americký trh na základě rozdílu právě mezi výnosem Treasury bonds a výnosem akciového indexu S&P 500, pro měsíc prosinec 2018.² Betu akcie společnosti Gilead Sciences získáme z webu Capital IQ, stejně jako v kapitole 2.1. Výpočet a výsledná hodnota pak bude vypadat následovně:

Tabulka 21: Výpočet požadované výnosové míry pro akcii Gilead Sciences

Ukazatel	Hodnota
R_f	2,32 %
MRP (ERP)	5,68 %
Zadlužená Beta (5 let) β	1,03
k_e	8,17 %

Zpracováno pomocí zdrojů popsaných v textu před tabulkou

2.3.1.2 Použití dividendového diskontního modelu při ocenění akcie Gilead Sciences

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie jsem v této podkapitole použil Gordonův model a H-model. Použití H-modelu je odůvodněné velmi prudkým nárůstem výše roční dividendy na jednu akcii od roku 2015, který navíc dle analytiků bude pokračovat i v příštích letech. Dle mediánu odhadů analytiků zveřejněného na Capital IQ bude růst dividendy průměrným tempem 10% minimálně do roku 2027, proto jsem jako míru růstu g_a v prvních devíti letech v H-modelu použil právě toto procento. Jako základní tempo růstu dividend g_n jsem použil tempo vypočtené pomocí ukazatele CAGR, získaného z prognózy zisku na akcii mezi lety 2018 a 2020, kdy tento ukazatel roste z 5,42 na 5,94 USD. Výpočet a výsledek modelu je popsán v následující tabulce.

Tabulka 22: Vstupy a výsledky pro Gordonův DDM a H-model

Ukazatel	Hodnota
g_a	10,0 %
g_n	4,69 %

¹ United States 10-Year Bond Yield. *Investing.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>

² ERP by month. *Damodaran online* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>

H	4,5
k_e	8,17 %
D_0	2,28 \$
VH_{Gordon}	65,46 \$
VH_{H-model}	81,08 \$

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v textu nad tabulkou

2.3.1.3 Použití ziskových modelů při ocenění akcie Gilead Sciences

V této podkapitole použijeme jako metodu odhadování vnitřní hodnoty ziskový model normálního P/E ratio. Vede mě k tomu zejména jednoduchost modelu a zároveň fakt, že dividendová politika společnosti zatím není ustálená a cash flow v posledních letech není příliš relevantní. Pokud nyní porovnáme P/E ratio společnosti s mediánem za peer group, zjistíme, že je relativně „v normě“, neboť běžné P/E ratio společnosti 56,9, což je poměrně velká hodnota, která ale není nijak výjimečná ve zkoumaném odvětví. Zatím co medián celé této skupiny je 55,28, průměrnou hodnotou je 63,6.¹ V dalším kroku vypočteme pomocí očekávaného zisku a normálního P/E ratio vnitřní hodnotu akcie. Při výpočtu normálního P/E ratio jsme využili vzorce 1.8 a pro dividendový výplatní poměr platí, že byl stanoven průměrem veličiny z roku 2016, 2017 a odhadnuté pro 2018 na základě reálně vyplacených dividend a očekávaného zisku uvedeného výše v textu. Očekávaný zisk na jednu akcii je dle Capital IQ 5,42 USD. Důvodem pro mě byla vysoká rozkolísanost ukazatele a jistá návaznost míry vyplácení dividend na předchozí výsledky hospodaření. Požadovanou výnosovou míru a míru růstu jsem použil stejnou jako v podkapitole 2.3.1.2. Vstupy a výsledky použití této metody jsou níže v tabulce.

Tabulka 23: Výpočet VH pro Gilead Sciences pomocí ziskového modelu

Ukazatel	Hodnota
g	4,69 %
k_e	8,17 %
p	40 %
P/E_n	11,49
E_1	5,42

¹ Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v předchozím textu.

V_0	62,27 \$
-------------------------	-----------------

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v předchozím textu.

2.3.1.4 Použití modelu nadměrného ziskového výnosu při ocenění akcie Gilead Sciences

Vzhledem k tomu, že pro tuto společnost není vhodné použití cash flow modelů, použijí jako jejich náhradu metodu odhadování vnitřní hodnoty pomocí nadměrného zisku, který diskontuje nadměrný výnos ve formě ROE oproti požadované výnosové míře k_e na celém vlastním kapitálu (EQ) přepočteným na jednu akcii společnosti. Velkou výhodou je jednoduchost tohoto modelu a nízká náročnost na vstupní data. Postupovat budu při výpočtu dle vzorce 1.15. Vstupy a výsledky použití této metody jsou níže v tabulce.

Tabulka 24: Výpočet VH pro Gilead Sciences pomocí modelu nadměrného výnosu

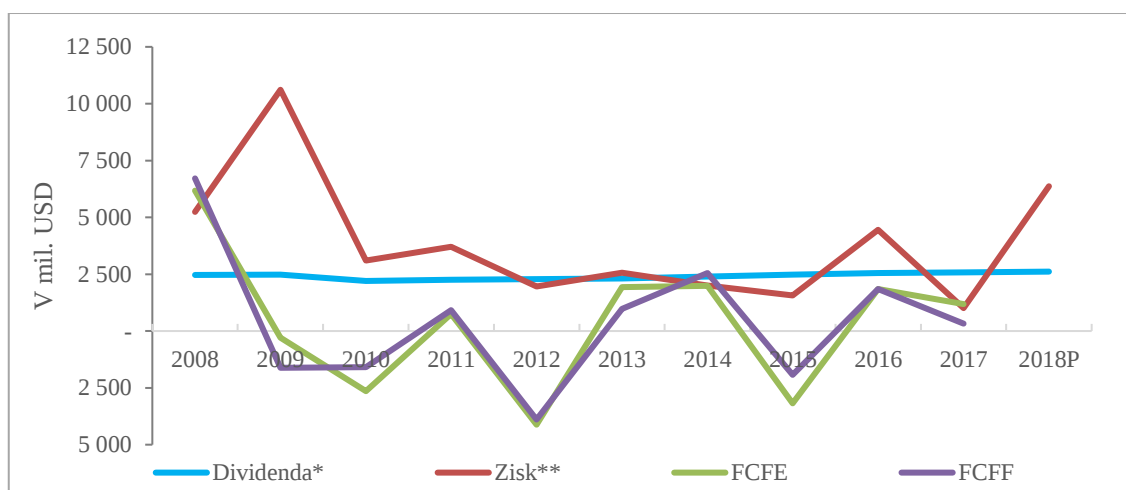
Ukazatel	Hodnota
g	4,69 %
k_e	8,17 %
ROE	23,30 %
EQ	15,54
V_0	67,52 \$

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v předchozím textu.

2.3.2 Vnitřní hodnota akcie Bristol-Myers Squibb

Stejně jako v případě akcie Gilead Sciences si i zde představíme vývoj zisku, dividend a ukazatelů FCFE a FCFF za posledních deset let, tedy v letech 2008 až 2017, resp. 2018 pro dividendy a zisk, abychom byli schopni vybrat vhodný model pro určení VH akcie. Ukazatele jsou vyobrazeny v následujícím grafu:

Graf 10: Vývoj základních veličin firmy Gilead Sciences v čase



Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a dále bylo použito následující:

* Výše dividendy odvozena na základě vývoje počtu akcií a vyhlášené dividendě 0,40 centů na jednu akcii 4x do roka. Data získána z Bristol-Myers Squibb Company Dividend Date & History. *Nasdaq.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://www.nasdaq.com/symbol/bmy/dividend-history>

** Zisk za roky 2018 až 2020 je konsenzus odhadů analytiků určený serverem Capital IQ.

Stejně jako u Gilead Science, i pro Bristol-Myers platí, že rok 2017 nebyl úspěšným rokem. Pravdou ovšem je, že tržby oproti roku 2016 ještě vzrostly a EBITDA zůstala téměř na stejné úrovni. Na vině je proto zejména zvýšená platba daně z příjmu, která byla ve výši takřka 4,2 miliardy USD oproti 1,4 miliardy USD v roce 2016. Společnost vyplácí každý rok dividendy a jejich výše pravidelně a takřka neměně roste. Za propad cash flow v roce 2017 pak může zejména výdaj ve výši takřka 2,5 miliardy USD na zpětný odkup akcií, který byl k vidění i u Gilead Sciences. Cash flow z provozní činnosti naopak zaznamenalo růst z 3,1 na 5,3 miliard USD. V následující podkapitole si vypočítáme zásadní vstupní veličiny a sice:

2.3.2.1 Výpočet požadované výnosové míry pro Bristol-Myers Squibb

Tentokrát při výpočtu použijeme opět CAPM. Vzhledem k odvětví a trhu použijeme stejné ukazatele jako v případě Gilead Sciences až na Betu akcie. Tu pro společnost Bristol-Myers Squibb získáme z webu Capital IQ. Výpočet a výsledná hodnota pak bude vypadat následovně:

Tabulka 25: Výpočet požadované výnosové míry pro akcii Bristol-Myers Squibb

Ukazatel	Hodnota
R_f	2,32 %
MRP (ERP)	5,68 %

Zadlužená Beta (5 let) β	1,11
k_e	8,62 %

Zpracováno pomocí zdrojů popsaných v podkapitole 2.3.1.1

2.3.2.2 Použití dividendového diskontního modelu při ocenění akcie Bristol-Myers Squibb

Vzhledem k opakované a stabilní dividendové politice společnosti jsem se rozhodl jako první použít dividendový diskontní model, neboť věřím, že je to společnost s ideálními ukazateli pro tento typ modelů. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie jsem se rozhodl využít Gordonova modelu, protože jsme u této společnosti svědkem velmi pozvolného, leč pravidelně rostoucího nárůstu výplaty dividend. Mezi lety 2008 a 2018 vzrostla z 1,24 na 1,6 USD na akcii. Téměř vždy přitom meziročně vzrostla o 4 centy. Růst během těchto 11 let tak dosáhl v průměru 2,58 %. Dle odhadů analytiků uveřejněných na portálu Simplywall.st poroste dividendy takřka stejným tempem i nadále mezi lety 2018 a 2024.¹ Že se nedá očekávat výraznější nárůst v nejbližší době, věští i fakt, že průměrný dividendový výplatní poměr v letech 2008 až 2018 bylo 108 %. Výpočet a výsledek modelu je popsán v následující tabulce.

Tabulka 26: Vstupy a výsledky pro Gordonův DDM

Ukazatel	Hodnota
g_n	2,58 %
k_e	8,62 %
D_0	1,6 \$
VH_{Gordon}	27,16 \$

Zpracováno pomocí Server Capital IQ [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v textu nad tabulkou

2.3.2.3 Použití FCFE a FCFF cash flow modelů při ocenění akcie Bristol-Myers Squibb

Jako další metodu pro ocenění této akcie volím cestu použití cash flow modelů. Vyzkoušíme přitom oba modely popsané v teoretické části, a sice v jednostupňové variantě. Pro výpočet s pomocí FCFF jsem se rozhodl zejména proto, že model lépe

¹ Bristol-Myers Squibb. Simplywall.st [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://simplywall.st/stocks/us/pharmaceuticals-biotech/nyse-bmy/bristol-myers-squibb>

zohledňuje netradiční váhy rozložení kapitálu na vlastní a dluhový, které je v případě farmaceutického odvětví silně nakloněno na stranu právě vlastního kapitálu. Hned na úvod nutno říci, že bylo nezbytné nejprve upravit obě hodnoty FCFE a FCFF, aby byl výsledek více relevantní a to tím způsobem, že jsem připočetl zpátky peníze použité na nákup vlastních akcií a to hodnotu 2,469 mld. USD. Jedná se dle mého názoru o výjimečnou situaci, která se nebude opakovat. Pro rok 2018 platí, že k 30. září proběhly zatím nákupy pouze za 569 milionů USD¹. Než přistoupím k určování měr růstu, vypočítám diskontní míru pro model FCFF, tedy vážené průměrné náklady kapitálu (WACC). Pro ukazatel nákladovosti vlastního kapitálu použiji výsledek modelu CAPM, pro ukazatel nákladovosti dluhového kapitálu použiji hodnotu 1,60 %, což je kupónová míra dvouletého dluhopisu v celkové emisní hodnotě 750 mil. USD vydaného v únoru 2017.² Tržní váhy vlastního kapitálu a dluhového kapitálu pro výpočet WACC byly převzaty z knihy Duff & Phelps 2017.³ Daňová sazba použitá ve vzorci je nová sazba daně z příjmu právnických osob platná od 1.1.2018 ve výši 21 %. Vstupy a výsledky výpočtu WACC v tabulce níže.

Tabulka 27: Výpočet WACC pro Bristol-Myers Squibb

Ukazatel	Hodnota
k_d	1,60 %
k_e	8,62 %
$D/(E+D)$	0,876
$E/(E+D)$	0,124
t	21 %
WACC	7,71 %

Zpracováno pomocí zdrojů popsaných výše nad tabulkou

Tempo růstu cash flow (g_{FCF}) určíme výpočtem pomocí vzorců 1.10 a 1.11. Pro výpočet rentability celkového vloženého kapitálu použijeme na rozdíl od analýzy v kapitole 2.2.2. EBIT snížený o daň z příjmu namísto čistého zisku. Vstupy pro modely a jejich výsledky jsou zobrazeny v následující tabulce:

¹ Server Capital IQ [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

² BRISTOL-MYERS 17/19. *Businessinsider.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: https://markets.businessinsider.com/bonds/bristol-myers_squibb_codl-notes_201717-19-bond-2019-us110122ba56

³ DUFF & PHELPS. 2017 *Valuation Handbook – U.S. Industry Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2017

Tabulka 28: Výpočet VH pro Bristol-Myers Squibb pomocí FCFF a FCFE modelů

Ukazatel	Hodnota
WACC	7,71 %
k_e	8,62 %
ROC	12,59 %
b_r	40,8 %
g_{FCF}	5,14 %
FCFF	1,66 \$
FCFE	2,17 \$
$V_0(FCFF)$	67,94 \$
$V_0(FCFE)$	65,66 \$

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v předchozím textu.

2.3.2.4 Použití ziskových modelů při ocenění akcie Bristol-Myers Squibb

Při použití další metody odhadování vnitřní hodnoty bych rád stejně jako v předchozím případě u Gilead Sciences nejprve porovnával běžné P/E ratio společnosti s mediánem za peer group. Následně pomocí očekávaného zisku a normálního P/E ratia opět odhadneme vnitřní hodnotu akcie. K datu 4.1.2018 bylo běžné P/E ratio společnosti 53,28, což je sice hodně oproti standardu na trhu, ne však oproti ostatním velkým společnostem, se kterými jsme tuto porovnávali, neboť medián celé této skupiny je právě oněch 55,28, zatímco průměr je 63,6.¹ Postup stanovení dividendového výplatního poměru zůstává stejný jako v podkapitole 2.3.1.3. Požadovanou výnosovou míru a míru růstu jsem použil stejnou jako v podkapitole 2.3.2.2. Vstupy a výsledky použití této metody jsou níže v tabulce.

Tabulka 29: Výpočet VH pro Bristol-Myers Squibb pomocí ziskového modelu

Ukazatel	Hodnota
g	2,58 %
k_e	8,62 %
p	118 %
P/E_n	19,54

¹ Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v předchozím textu.

E_1	3,88
V_0	75,92 \$

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com> a pomocí zdrojů vypsanych v předchozím textu.

2.3.3 Vyhodnocení odhadů vnitřních hodnot, jejich komparace s míněním profesionálních analytiků a doporučení týkající se koupě/prodeje

Cílem této kapitoly je přehledně srovnat výsledky modelů použitých při odhadování vnitřní hodnoty akcií jak mezi sebou tak s odhady profesionálních analytiků. Dalším bodem pak bude vysvětlení výsledků a finální verdikt týkající se vhodnosti akcií ke koupi. Nejprve si v tabulce ukážeme odhadnuté vnitřní hodnoty akcií podle analytiků.

Tabulka 30: Odhady analytiků pro společnost Gilead Sciences

Společnost	Hodnota
Atlantic Equities LLP	71 \$
Cantor Fitzgerald & Co.	92 \$
Guggenheim Securities, LLC	86 \$
Leerink Partners LLC	74 \$
Mizuho Securities USA, LLC	91 \$
Morningstar Inc.	86 \$
Oppenheimer & Co. Inc.	85 \$
Piper Jaffray Companies	75 \$
Raymond James & Associates	94 \$
Wells Fargo Securities, LLC	95 \$
William Blair & Company L.L.C.	87 \$
Medián	86 \$

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Tabulka 31: Odhady analytiků pro společnost Bristol-Myers Squibb

Společnost	Hodnota
Argus Research Company	65
Atlantic Equities LLP	55 \$
Morningstar Inc.	61 \$

Societe Generale Cross Asset Research	47 \$
SunTrust Robinson Humphrey, Inc.	67 \$
Wolfe Research, LLC.	66 \$
Medián	63 \$

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Střední hodnoty tvořené mediánem jsou 86 USD pro Gilead Sciences a 63 USD pro Bristol-Myers Squibb. V případě obou jmenovaných společností se odhady jednotlivých analytiků značně různí, kdy v prvním případě se odhady pohybovaly v rozmezí 71 až 95 USD, v druhém pak 47 až 67 USD. Nyní představím výsledky mých propočtů a porovnáím s aktuální cenou a mediánem odhadů analytiků.

Tabulka 32: Porovnání vypočtených vnitřních hodnot s odhady analytiků a tržní cenou

Metoda / Ukazatel	Gilead Sciences	Bristol-Myers Squibb
Gordonův model	65,46 \$	27,16 \$
H-Model	81,08 \$	-
DCF (FCFE)	-	65,66 \$
DCF (FCFF)	-	67,94 \$
Normální P/E	62,27 \$	75,92 \$
Model nadměrného ziskového výnosu	67,52 \$	-
Medián odhadů analytiků	86,00 \$	63,00 \$
Aktuální cena k 4.1.2019	68,25 \$	46,89 \$

Zpracováno pomocí *Server Capital IQ* [online]. Standard & Poors [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Z tabulky výše je patrné, že analytici doporučují obě akcie ke koupi. Mé výpočty jsou většinou o něco více optimistické v případě Bristol-Myers Squibb a o dost pesimističtější v případě Gilead Sciences, kde se můj odhad takřka neliší od aktuální tržní ceny. S analytiky jsem se v případě Gilead Science shodl pouze u výsledku H-modelu, kde se mi podařilo zohlednit očekávaný velmi vysoký růst dividendy v příštích několika letech. Velmi špatný výsledek se objevil při použití Gordonova modelu u společnosti Bristol-Myers Squibb. Příčinou je dle mého názoru velice pomalý růst dividendy, a to jak

historicky, tak v prognózách. Nejpresnější se jeví odhad pomocí diskontování budoucích peněžních toků u Bristol-Myers Squibb, kde jsem však použil mírnou úpravu, a sice ignorování zpětného nákupu vlastních akcií a upravil o tento nákup výsledné ukazatele FCFE a FCFF. Tento krok je sice možné rozporovat, mou snahou však bylo brát v potaz více skutečnou schopnost produkovat peníze. Zpětný nákup akcií je navíc brán spíše pozitivně – ukazuje, že si management společnosti věří a cílí na vyšší cenu akcií.

Na základě všech výše uvedených informací bych v roli analytika vydal následující doporučení:

- **Gilead Sciences (GILD):** **PRODEJ!**
- **Bristol Myers Squibb (BMY):** **KUP!**

Dále bych rád, dříve než přejdu k samotnému závěru této práce, přidal krátký komentář a vlastní názor ke konečnému výsledku své snahy. Sekundárním cílem této práce bylo odhalit ziskovou příležitost, tedy perspektivní akcii firmy výkonnější než zbytek odvětví, které dle odvětvové analýzy čeká třpytící se budoucnost. Není možné tvrdit, že jsem vybral to nejvíce slibné odvětví ze všech a že jsem správně odhadl a zvážil veškeré vlivné faktory působící na konečně vybrané odvětví. Věřím však, že se mi v rozsahu příslušném pro diplomovou práci podařilo vybrat opravdu zajímavé odvětví a přednést pro takový výběr pádné důvody. V průběhu finanční analýzy jednotlivých firem nebylo možné analyzovat všechny zástupce zkoumaného odvětví a je velmi pravděpodobné, že existuje společnost s ještě lepšími finančními výsledky a navíc s pozitivnějším historickým vývojem za poslední roky. Přesto se podařilo najít dvě společnosti s výrazně lepšími výsledky, než dosáhl zbytek celého odvětví. Co se týče použití modelu pro výpočet vnitřní hodnoty, mojí snahou bylo použít model založený na dividendě, zisku i cash flow firmy. V případě Gilead Sciences toto ale nebylo možné z důvodu příliš nízkého a klesajícího cash flow. Proto jsem místo cash flow modelu použil model kombinující přístup výpočtu skrze zisk a zároveň bilanční přístup – model nadměrného ziskového výnosu. Potěšilo mne dosažení výsledků srovnatelných s těmi vyřčenými profesionály v případě Bristol-Myers Squibb. V případě Gilead Sciences naopak přesně nevím, co analytiku vede k takovému optimismu. Předpokládám však, že díky své expertíze lépe odhadují význam zpráv týkajících se této společnosti z posledních týdnů/měsíců (např. o spolupráci s jinou společností na vývoji nových léků) a zajisté mají lepší znalost vývoje a patentové ochrany jejich léčiv, což jsou faktory s velkým vlivem na hospodaření. To vše resultuje v pravděpodobně mnohem pozitivnější odhady růstu zisků a dividend, než jsou ty mé.

Závěr

Na samotném konci této práce bych rád zahájil tuto kapitolu drobnou rekapitulací. Bylo to přibližně v polovině roku 2018, kdy jsem si vybíral téma své diplomové práce, stejně jako její vedoucí. Na práci bylo zapotřebí strávit mnoho desítek hodin práce a můj výběr měl do značné míry ovlivnit stav duševní pohody mého stále ještě studentského já, minimálně poslední týdny před obhajobou. Výběr naštěstí dopadl dobře a já jsem se v uplynulých měsících mohl těšit velice záživné a rozvíjející práci na, alespoň pro mne, velice zábavném tématu. Důležitá pro mne byla rovněž velice efektivní spolupráce s vedoucí mé práce, doc. Jitkou Veselou.

Na konci práce se podařilo odhalit pravděpodobnou ziskovou příležitost ve formě podhodnocené akcie společnosti Bristol-Myers Squibb, jejíž koupi v brzké době skutečně plánuji. V průběhu práce jsem vyvíjel snahu klást velký důraz na dva podle mne opravdu podstatné kroky, které mohou zásadně ušetřit čas při výběru nového přírůstku do akciového portfolia. Jedná se právě o výběr perspektivního odvětví a finanční analýzu určitého množství zástupců z tohoto odvětví. Obě praktiky totiž mohou výrazně zúžit množinu akcií, na kterých je třeba vykonat výpočet vnitřní hodnoty, což je, myslím si, ta nejvíce náročná část práce.

Mám-li zhodnotit výstupy a vyřknout zde dojmy z jednotlivých kapitol, musím začít odvětvovou fundamentální analýzou, kde jsem porovnával odvětví bankovníctví, automobilového i farmaceutického průmyslu, nebo odvětví obnovitelné energie z několika různých pohledů. Pro tuto analýzu je poměrně obtížné dostat se k užitečným souhrnným zprávám a odhadům budoucího vývoje, neboť ty opravdu dobré a podrobné jsou vždy dostupné pouze za nemalý finanční obnos. Já naštěstí takové možnosti měl, což mi ušetřilo mnoho a mnoho hodin rešerše. Pokládám za náročné, a přitom velmi důležité, pochopit, jak některá odvětví fungují a co je pro ně skutečně rozhodující. Někdy je to regulace, jindy ekonomický cyklus nebo nová cla uložená na vstupní suroviny používané v daném průmyslu, zvyšující jejich cenu. Finální výběr odvětví proběhl po pečlivém zvážení všech slabých i silných stránek, stejně jako příležitostí a hrozeb týkajících se jednotlivých odvětví do budoucna. Pevně věřím, že na prognózovaném demografickém a technologickém vývoji, změnách v oblasti regulace i vzhledem k eventuální medvědí náladě na trhu, bude farmaceutické odvětví tím, které bude ze zkoumaných odvětví ze situace v blízké budoucnosti těžit nejvíce.

V průběhu následné finanční analýzy bylo prvním úkolem vybrat dostatek porovnatelných společností, jejichž příjmy tvoří především prodej léčiv získaných vlastním vývojem. Následně bylo zapotřebí zvolit takové ukazatele, které odhalí skutečný stav finančního zdraví společností. Nakonec bylo třeba získat data pro samotnou analýzu za společnosti i průměr za celé odvětví, což šlo díky databázi výsledků z výročních zpráv na serveru CapitalIQ poměrně dobře. Výsledky jsem vzájemně porovnal, vybrat ty nejlepší společnosti z hodnocené skupiny už nebylo složité. Společnosti Gilead Sciences a Bristol-Myers Squibb rozhodně překonávají zbytek trhu. Než jsem se uchýlil k určování vnitřní hodnoty akcií vybraných společností, ověřil jsem ze zpráv v posledním měsíci, že neexistuje nějaká zásadně negativní informace ohrožující chod těchto společností.

V poslední části odhadování vnitřní hodnoty akcií bylo, dle mého názoru, zcela zásadní správně určit požadovanou výnosovou míru, resp. WACC, jakožto diskontní faktory zohledňující časovou hodnotu peněz, stejně jako míry růstu g . V případě diskontních faktorů jsem přesvědčen o správných hodnotách těchto veličin, neboť se blíží těm odhadovaným pro celé odvětví v důvěryhodných zdrojích (Damodaran, Duff&Phelps). V případě míry růstu g je to ale složitější. Zjistil jsem totiž, že díky mnoha přípustným metodám odhadu této míry růstu lze získávat velké množství zcela odlišných výsledků, neboť i malá změna g má opravdu zásadní vliv na VH akcie. Při výpočtech se mi dařilo dosahovat zpočátku i naprosto nelogických hodnot. Nakonec se však vždy podařilo určit takové g , které má odůvodnitelnou výši a reflektuje jak reálně dosažené výsledky společnosti, tak odhady vyřčené profesionálními analytiky. Ti sice nedokážou věštit z křišťálové koule, přesto jsou jejich odhady často věrohodnější, než pouhé prodloužení časové řady pomocí jednoduchého násobení. Nakonec se povedlo dosažení výsledků srovnatelných s těmi odhadovanými analytiky, v případě Bristol-Myers Squibb. Co se týče Gilead Sciences, zde jsou mé odhady pesimističtější než odhady většiny analytiků. Není mi přitom jasné, co analytiky vede k takovému optimismu. Pravděpodobné je vysvětlení, že díky své expertíze lépe odhadují význam zpráv týkajících se této společnosti, ať už se jedná o spolupráci s jinou společností nebo vývoje nových léků. Také nepochybně mají lepší znalosti týkající se dalšího vývoje a patentové ochrany léčiv Gilead Sciences, což jsou faktory, které dozajista budou mít velký vliv na hospodaření.

Práce mi dala nakonec přesvědčení, že podobný postup jako ten, který je vidění zde, bych rád vykonal znovu i pro jiná odvětví i další akcie a začal tak na tomto základě tvořit vlastní akciové portfolio. Zde popisovaným postupem však práce ještě nekončí,

před konečným stisknutím tlačítka nákup považuji za vhodné použít navíc také technickou analýzu. Ta pracuje s grafy, tedy historickým vývojem ceny a hledá vzorce v chování investorů. Cílem bude dokonalé načasování nákupu v době, kdy bude cena na krátkodobém minimu. Rovněž bude vždy nezbytně nutné plně zohlednit vývoj světové i lokální ekonomiky, stejně jako aktuální náladu investorů a býčí/medvědí trend na trzích.

Zdroje

Knižní zdroje:

- 1) ČERMÁK, Petr. *Investice do akcií: základy value investování*. Praha: Brána, 2018. ISBN 978-80-7584-068-4.
- 2) DAMODARAN, Aswath. *Applied corporate finance*. 3rd ed. Hoboken, NJ: John Wiley, c2011. ISBN 04-703-8464-6.
- 3) DUFF & PHELPS. *2017 Valuation Handbook - U.S. Industry Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2017. ISBN 978-1-119-36692-8.
- 4) INSTITUTE, CFA. *CFA program curriculum. Volume 4: Equity : Level 2 2009*. Boston, MA: Pearson Custom Publishing, 2009. ISBN 9780536537126.
- 5) MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.
- 6) MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.
- 7) REILLY, Frank K. a Keith C. BROWN. *Investment analysis and portfolio management*. 7. revidované vydání. Mason, OH, Cengage Learning, Inc, 2002. ISBN 9780324171730.
- 8) The Importance of Sectors in Global Equity Investing, S&P Indices, August 2010
- 9) VEBER, Jaromír. *Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2009. ISBN 978-80-7261-200-0
- 10) VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.

Elektronické zdroje:

- 11) Abbvie's Annual Report 2017. *Abbvie.com* [online]. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://investors.abbvie.com/annual-report-proxy>
- 12) BARRY, Elisabeth. *The history of US peer-to-peer lending* [online]. 28.2.2018 [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: <https://www.finder.com/p2p-lending-usa>
- 13) BERNAD, Stan. *Pharma vs. Pharma* [online]. 1.1.2009 [cit. 2018-12-28]. Dostupné z: <http://www.pharmexec.com/pharma-vs-pharma>
- 14) Betas by sector (US). *Damodaran online* [online]. [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- 15) Bristol-Myers Squibb Company Dividend Date & History. *Nasdaq.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://www.nasdaq.com/symbol/bmy/dividend-history>
- 16) Bristol-Myers Squibb. *Simplywall.st* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://simplywall.st/stocks/us/pharmaceuticals-biotech/nyse-bmy/bristol-myers-squibb>
- 17) BRISTOL-MYERS 17/19. *Businessinsider.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: https://markets.businessinsider.com/bonds/bristol-myers_squibb_codl-notes_201717-19-bond-2019-us110122ba56
- 18) CONTENT, Partner. *How technology is impacting the finance and banking sector* [online]. 4.5.2018 [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: <https://www.information-age.com/technology-finance-banking-sector-123471800/>
- 19) Data tool. *BMI Research* [online]. [cit. 2018-12-26]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/data/datatool>
- 20) Dividend History for Gilead Sciences Inc (NASDAQ:GILD). *Dividendinvestor.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://www.dividendinvestor.com/dividend-history-detail/gild/>
- 21) FRAYER, Miroslav. Medvědí rodina upevní vládu nad akciovými trhy. *Hospodářské noviny* [online]. 27.12.2018 [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://byznys.ihned.cz/c1-66405470-medvedi-rodina-upevni-vladu-nad-akciovymi-trhy>
- 22) Gilead Sciences, Inc. (GILD). *Finance.yahoo.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/gild/analysis?ltr=1>
- 23) *How much impact does government regulation have on the automotive sector?*. Investopedia [online]. [cit. 2018-12-27]. Dostupné z:

- <https://www.investopedia.com/ask/answers/042015/how-much-impact-does-government-regulation-have-automotive-sector.asp>
- 24) ISKYAN, Kim. Four reasons you should invest in U.S. stocks. *Stansberry Churchouse Research* c. [cit. 2018-10-20]. Dostupné z: <https://stansberrychurchouse.com/education/investment-education/four-reasons-invest-u-s-stocks/>
- 25) Johnson & Johnson's Annual Report 2017. *Annualreports.com* [online]. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: http://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReports/PDF/NYSE_JNJ_2017.pdf
- 26) KENTON, Will. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Investopedia [online]. 23.5.2018 [cit. 2018-12-25]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/d/dodd-frank-financial-regulatory-reform-bill.asp>
- 27) KENTON, Will. *Share Repurchase*. Investopedia [online]. [cit. 2019-01-01]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/s/sharerepurchase.asp>
- 28) Market share held by selected automobile manufacturers in the United States in 2017. *Statista* [online]. [cit. 2018-12-26]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/249375/us-market-share-of-selected-automobile-manufacturers/>
- 29) Market vs. Book Value WACC. *Efinancemanagement.com* [online]. 2018 [cit. 2018-11-04]. Dostupné z: <https://efinancemanagement.com/investment-decisions/market-vs-book-value-wacc>
- 30) NASDAQ stock exchange official website: *General Procedures and Prerequisites for Initial and Continued Listing on The Nasdaq Stock Market* [online]. [cit. 2018-10-28]. Dostupné z: <http://nasdaq.cchwallstreet.com>
- 31) PEMBERTON, Becky. What is the Johnson & Johnson talcum powder cancer case, how much do they have to pay and what has happened to the share price?. *TheSun.co.uk* [online]. 14.12.2018 [cit. 2019-01-01]. Dostupné z: <https://www.thesun.co.uk/news/3506164/talcum-baby-powder-johnson-johnson-cancer-lawsuit/>
- 32) Pharmaceutical sales. *OECD* [online]. [cit. 2018-12-27]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=HEALTH_PHMC#

- 33) Practitioner's guide to cost of capital & WACC calculation: EY Switzerland valuation best practice. *Eycom.ch* [online]. Switzerland, 2018, February 2018 [cit. 2018-11-04]. Dostupné z: <https://www.eycom.ch/en/Publications/20180206-Practitioners-guide-to-cost-of-capital-And-WACC-calculation/download>
- 34) Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2023. *Statista* [online]. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>
- 35) *Stock Review: Bristol Myers Squibb Tumbles 16% in Past Quarter* [online]. Melbourne: News Bites Pty Ltd, 31.12.2018 [cit. 2019-01-01], 2018 ProQuest Central.
- 36) *Stock Review: Gilead Sciences Falls 9% in Past Month* [online]. Melbourne: News Bites Pty Ltd, 31.12.2018 [cit. 2019-01-01], 2018 ProQuest Central.
- 37) United States 10-Year Bond Yield. *Investing.com* [online]. [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>
- 38) *United States Autos Report | Q4 2018*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>
- 39) *United States Power Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>
- 40) *United States Banking & Financial Services Report | Q1 2019*. Bmiresearch.com [online]. Fitch Solutions Macro Research [cit. 2018-12-21]. Dostupné z: <https://bmo.bmiresearch.com/reports/reports>

Tabulky a grafy

Tabulka 1: Ukázka pohybu odvětvových indexů dle členění Dow Jones U.S. industry groups za rok 2001.....	12
Tabulka 2: Největší banky se sídlem na území USA k 30.6.2018 seřazené dle velikosti aktiv	37
Tabulka 3: Zadlužené beta třech největších bank a celého odvětví.....	38
Tabulka 4: Největší společnosti v odvětví obnovitelné energie se sídlem na území USA seřazené dle velikosti aktiv k 30.9.2018	42
Tabulka 5: Zadlužené beta třech společností s nejvyššími tržbami a celého odvětví obnovitelné energie	42
Tabulka 6: Největší společnosti v odvětví automobilového průmyslu se sídlem na území USA seřazené dle velikosti aktiv k 30.9.2018	46
Tabulka 7: Zadlužené beta vybraných společností a celého odvětví automobilového průmyslu	48
Tabulka 8: Zadlužené beta vybraných společností a celého odvětví farmaceutického průmyslu	52
Tabulka 9: Číselné charakteristiky porovnávaných odvětví.....	56
Tabulka 10: Silné stránky porovnávaných odvětví.....	57
Tabulka 11: Slabé stránky porovnávaných odvětví	58
Tabulka 12: Příležitosti porovnávaných odvětví	59
Tabulka 13: Hrozby porovnávaných odvětví.....	59
Tabulka 14: Analýza rentability	62
Tabulka 15: Analýza zadluženosti	64
Tabulka 16: Analýza likvidity	65
Tabulka 17: Analýza cyklu hotovostní konverze	66
Tabulka 18: Vyhodnocení analýzy společností	67
Tabulka 19: Zprávy týkající se Gilead Sciences za měsíc prosinec	69
Tabulka 20: Zprávy týkající se Bristol-Myers Squibb za měsíc prosinec	69
Tabulka 21: Výpočet požadované výnosové míry pro akcii Gilead Sciences	72
Tabulka 22: Vstupy a výsledky pro Gordonův DDM a H-model.....	72
Tabulka 23: Výpočet VH pro Gilead Sciences pomocí ziskového modelu.....	73
Tabulka 24: Výpočet VH pro Gilead Sciences pomocí modelu nadměrného výnosu....	74
Tabulka 25: Výpočet požadované výnosové míry pro akcii Bristol-Myers Squibb.....	75

Tabulka 26: Vstupy a výsledky pro Gordonův DDM.....	76
Tabulka 27: Výpočet WACC pro Bristol-Myers Squibb.....	77
Tabulka 28: Výpočet VH pro Bristol-Myers Squibb pomocí FCFF a FCFE modelů	78
Tabulka 29: Výpočet VH pro Bristol-Myers Squibb pomocí ziskového modelu.....	78
Tabulka 30: Odhady analytiků pro společnost Gilead Sciences	79
Tabulka 31: Odhady analytiků pro společnost Bristol-Myers Squibb.....	79
Tabulka 32: Porovnání vypočtených vnitřních hodnot s odhady analytiků a tržní cenou	80

Graf 1: Porovnání výkonu odvětví komerčního a retailového bankovníctví s vývojem HDP	38
Graf 2: Vývoj produkce elektřiny dle zdroje v USA	43
Graf 3: Vývoj tržeb a ziskové marže vybraných firem odvětví obnovitelné energie	44
Graf 4: Porovnání výkonu odvětví automobilového průmyslu s vývojem HDP	47
Graf 5: Podíl prodaných vozů dle výrobců automobilů v USA za rok 2027	49
Graf 6: Porovnání výkonu odvětví farmaceutického průmyslu s vývojem HDP	52
Graf 7: Vývoj tržeb z prodeje léků v ČR a UK	53
Graf 8: Prognózy vývoje jednotlivých odvětví.....	57
Graf 9: Vývoj základních veličin firmy Gilead Sciences v čase	71
Graf 10: Vývoj základních veličin firmy Gilead Sciences v čase	75