

Projekt správy akciového portfolia podle teorie Benjamina Grahama

Stanislav Švarc

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Stanislav ŠVARC**
Osobní číslo: **M10811**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt správy akciového portfolia založeného na teorii Benjamina Grahama**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Položte teoretický základ investování na akciových trzích
- Popište zásady tvorby akciového portfolia podle Benjamina Grahama

II. Praktická část

- Vytvořte profil investora
- Analyzujte trh a vytvořte vhodné akciové portfolio
- Vyhodnoťte ziskovost portfolia, srovnajte s trhem

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

CIPRA, Tomáš. *Matematika cenných papírů*. Vyd. 1. Praha: HZ Praha, 2000, 241 s. ISBN 80-860-0935-1.

GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. *Inteligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 503 s. ISBN 9788024717920.

PETERS, Josh. *The ultimate dividend playbook: income, insight, and independence for today's investor*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2008, 352 s. ISBN 9780470125120.

SIEGEL, Jeremy J. *Investice do akcií: běh na dlouhou trať*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 295 s. ISBN 9788024738604.

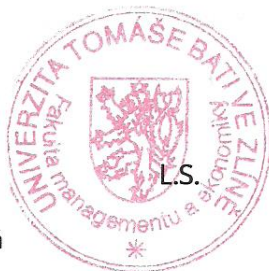
STEIGAUF, Slavomír. *Investiční matematika*. 1. vyd. Praha: Grada, 1999, 335 s. ISBN 8071694290.

WRIGHT, Kelley. *Dividends still don't lie: the truth about investing in blue chip stocks and winning in the stock market*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2010, 209 s. ISBN 9780470581568.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Hrubošová**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **21. června 2013**
Termín odevzdání diplomové práce: **12. srpna 2013**

Ve Zlíně dne 21. června 2013


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

2.8.2013

Stanislav Štác

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídně k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Předmětem diplomové práce „Projekt správy akciového portfolia podle teorie Benjamina Grahama“ správa akciového portfolia individuálního investora. V teoretické části jsou popsány základní principy fungování akciového trhu a dále uvedení do technické a fundamentální analýzy. Praktická část aplikuje zásady investování podle Benjamina Grahama na samotné akciové portfolio. Významná část projektu je věnována diversifikaci portfolia. Projekt správy akciového portfolia probíhá v období 2009 až 2013. V závěru práce je vyhodnocena ziskovost projektového portfolia, a tato je dále porovnána s benchmarkem.

Klíčová slova: akcie, portfolio, diversifikace, technická analýza, fundamentální analýza, investice, investiční strategie,

ABSTRACT

Subject of Thesis "Equity portfolio management project based on Benjamin Graham's theory" is a management of individual investor equity portfolio. The theoretical part describes the basic principles of the stock market and introduce into technical and fundamental analysis. A significant portion of the project is devoted to the diversification of the portfolio. The practical part applies the principles of investing by Benjamin Graham on the actual equity portfolio. Equity portfolio management is carried out in the period from 2009 to 2013. In conclusion, the paper evaluates the profitability of the project portfolio, and this is then compared with the benchmark.

Keywords: shares, portfolio diversification, technical analysis, fundamental analysis, investing, investment strategy,

Poděkování

Touto cestou bych chtěl poděkovat své rodině, přátelům a Nicol, za jejich nekonečnou podporu. Za cenné rady, věcnou kritiku, nadhled a trpělivost bych chtěl poděkovat vedoucí diplomové práce, paní Ing. Evě Hrubošové.

Díky !

Motto:

„Učená slova nejsou těžká, těžká jsou prostá slova.“

Gilbert Keith Chesterton

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 FINANČNÍ TRHY	14
1.1 DEFINICE A VYMEZENÍ FINANČNÍCH TRHŮ.....	14
1.2 DOZOR NAD FINANČNÍMI TRHY	14
1.2.1 Orgány regulace finančních trhů.....	15
1.3 ROZDĚLENÍ FINANČNÍCH TRHŮ.....	16
1.4 AKCIOVÝ TRH.....	16
1.5 AKCIOVÉ BURZY.....	17
1.5.1 BCPP – Burza cenných papírů Praha.....	17
1.5.2 NYSE – New York Stock Exchange.....	18
1.5.3 LSE – London Stock Exchange	18
2 AKCIE	19
2.1 PRÁVNÍ VYMEZENÍ AKCIÍ.....	20
2.1.1 Definice	20
2.1.2 Forma akcií.....	20
2.1.3 Právní náležitosti akcie	20
2.2 ZDANĚNÍ PŘÍJMŮ Z AKCIÍ.....	20
2.2.1 Kapitálový zisk.....	21
2.2.2 Dividendy	21
2.2.3 Připravované změny zdanění	22
2.3 ZÁKLADNÍ POJMY SPOJENÉ S AKCIEMI	22
2.3.1 Označení Akcie	22
2.3.2 Hodnota akcie.....	23
2.3.3 Výnos akcie	23
2.4 CHARAKTERISTIKY AKCIE.....	24
3 ANALÝZA CENNÝCH PAPÍRŮ	26
3.1 TECHNICKÁ ANALÝZA	26
3.1.1 Dowova teorie	27
3.1.2 Analýza grafů.....	28
3.1.2.1 Formy zobrazení grafů.....	28
3.1.2.2 Grafické formace	29
3.1.2.3 Indikátory.....	31
3.2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	32
3.2.1 Makro analýza	32
3.2.2 Mezzo analýza – analýza odvětví	34
3.2.3 Mikro analýza – analýza firmy	36
3.2.3.1 Dividendové diskontní modely.....	37
3.2.3.2 Ziskové modely.....	38
3.2.3.3 Bilanční modely.....	41
4 TEORIE INVESTOVÁNÍ PODLE BENJAMINA GRAHAMA	42
4.1 PRAVIDLA PRO AKCIOVOU SLOŽKU PORTFOLIA	42
4.1.1 Diverzifikace portfolia	42

4.1.2	Bluechip společnosti	43
4.1.3	Dividendová politika	43
4.2	SPRÁVA PORTFOLIA	45
4.2.1	Dollar-cost averaging	46
5	MĚŘENÍ VÝNOSNOSTI AKCIÍ	47
5.1.1	Běžná výnosnost akcie	47
5.1.2	Celková výnosnost akcie	47
5.1.3	Celková výnosnost akcie na roční bázi	48
5.1.3.1	Jednoduché úročení	48
5.1.3.2	Složené úročení	48
II	PRAKTICKÁ ČÁST	49
6	PROFIL INVESTORA	50
6.1	INVESTOR	50
6.1.1	Rizikový profil	50
6.1.2	Analýza profilu investora	51
6.2	INVESTIČNÍ STRATEGIE	51
6.2.1	Volba investiční strategie	51
6.2.2	Cíle investiční strategie	52
6.2.3	Volba brokera	52
7	ANALÝZA	54
7.1	GLOBÁLNÍ ANALÝZA STAVU EKONOMIKY USA	54
7.1.1	Ekonomika	54
7.1.2	Kapitálové trhy	56
7.1.3	Zadlužení	58
7.2	ANALÝZA VYBRANÝCH FIREM	59
7.2.1	Avon Products, Inc.	60
7.2.2	Caterpillar Inc.	62
7.2.3	Intel Corporation	64
7.2.4	McDonald's	66
7.2.5	Merck & Co., Inc.	68
8	SPRÁVA PORTFOLIA	70
8.1	VÝVOJ PORTFOLIA 2009 – 2010	70
8.2	VÝVOJ PORTFOLIA 2010 – 2011	72
8.3	VÝVOJ PORTFOLIA 2011 – 2012	74
8.4	VÝVOJ PORTFOLIA 2012 – 2013	76
9	VYHODNOCENÍ INVESTIČNÍ STRATEGIE	79
9.1	INVESTOVANÝ KAPITÁL, HODNOTA PORTFOLIA	79
9.2	VYHODNOCENÍ VÝNOSNOSTI PORTFOLIA	80
9.3	ZISK CELKEM Z PORTFOLIA	81
9.4	POROVNÁNÍ VÝNOSNOSTI PORTFOLIA S BENCHMARKEM	82
9.5	CELKOVÁ VÝNOSNOST AKCIOVÉHO PORTFOLIA NA ROČNÍ BÁZI	83
	ZÁVĚR	84
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	85
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	87

SEZNAM OBRÁZKŮ	88
SEZNAM TABULEK.....	89
SEZNAM PŘÍLOH.....	90

ÚVOD

Benjamin Graham (1894-1976) byl bezesporu mimořádnou osobností nejen finančního světa. Zásady investování a analýzy cenných papírů, které Graham zformuloval, platí i několik dekád po jejich zveřejnění. Bez nadsázky se dá říci, že byl nejen nejlepším investorem, který kdy žil; byl také nejvýznamnějším investičním myslitelem. Důkazem jeho geniálního přístupu k investování je také jeho žák Warren Buffett. A právě aplikace Grahamových zásad dlouhodobého hodnotového investování na portfolio individuálního investora je předmětem tohoto diplomového projektu.

Dnešní média často mylně používají označení investor pro všechny účastníky trhu a nerozlišují mezi spekulantem a investorem. Tato skutečnost může vypovídat o zkreslené představě široké veřejnosti o akciovém trhu. Kapitálové trhy mají primární význam v alokaci kapitálu napříč ekonomikou. Na akciovém trhu dochází k přesunu úspor investorů (domácností) k firmám. Nejde tedy o jakési kasino, loterii či tiskárnu na peníze, ale o složitý mechanismus, jehož prostřednictvím se prostředky k zapůjčení dostávají k těm, kteří si je chtějí vypůjčit. Kapitálové trhy jsou souborem trhů, jednotlivců, institucí, práv, regulací a technik, které ovlivňují obchodování s finančními prostředky. Podat srozumitelný přehled o jejich fungování, významu a zásadách je předmětem teoretické části diplomové práce.

Přestože svou charakteristikou patří akcie v rámci rizikové pyramidy k více rizikovým aktivům, jsem přesvědčen, že v portfoliu aktiv drobného investora mají své místo. Cílem diplomového projektu je dlouhodobě ziskově investovat na akciovém trhu podle zásad Benjamina Grahama. Tohoto cíle chci dosáhnout vybudováním stabilního sektorově diversifikovaného akciového portfolia, které poskytne přiměřený výnos. Do portfolia budou zařazeny akcie na základě finanční a fundamentální analýzy, přičemž velký důraz bude kladen také na dividendový výnos. Přestože cílem projektu je dlouhodobé ziskové obchodování, pro potřeby této diplomové práce budou použita data za čtyřleté období investování, na němž budou prezentovány výsledky takovéto strategie.

Investování do akcií je bezpochyby velmi komplexní činností. Vzhledem k omezenému rozsahu diplomové práce však není možné do hloubky pokrýt veškerou problematiku spojenou s investováním na kapitálovém trhu. Tato práce by měla podávat ucelený pohled

na problematiku investování na akciovém trhu. V duchu myšlení Benjamina Grahama se budu v rámci diplomové práce snažit o jednoduchost a srozumitelnost a názornost.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 FINANČNÍ TRHY

„Burza slouží jako přerozdělovací centrum, ve kterém se peníze přesouvají od aktivních k trpělivým.“¹

Warren Buffet

1.1 Definice a vymezení finančních trhů

„Finanční trh lze vymezit jako souhrn investičních instrumentů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k přelévání volných finančních zdrojů mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě.“ (Veselá, 2011, s. 19)

V definici Veselé, chápeme jako investiční instrumenty dluhopisy, a to státní nebo korporátní, dále obchodovatelné akcie a deriváty.

Deficitní jednotky tvoří emitenti cenných papírů, kteří na finančním trhu hledají zdroje financování své činnosti. Určujícími faktory emitentů dluhopisů jsou náklady na kapitál a doba splatnosti, emitenty akcií ovlivňuje tržní ocenění společnosti.

Jako přebytkové jednotky zde vystupují investoři, tedy ti, kdo na trhu alokují své volné peněžní prostředky. Jsou to především domácnosti, pojišťovny, banky, fondy a jiné finanční instituce. Určujícími faktory pro alokaci finančních zdrojů investorů jsou likvidita, riziko a výnos investice.

Přesun peněžních prostředků od přebytkových jednotek k deficitním zajišťují zprostředkovatelské instituce, poskytovatelé finančních služeb, bankovní domy, fondy. (Veselá, 2011, s. 17-18)

1.2 Dozor nad finančními trhy

Podstata a charakter finančních trhů si vynucují, aby tyto trhy byly regulovány. Finanční trhy se vyznačují specifickými rysy a faktory (*„informační asymetrie, náchylnost finančního odvětví k podvodům, nedokonalosti v tržní struktuře odvětví, propojenost finančních institucí prostřednictvím účetních systémů, spravování prostředků svěřených klienty a zcela specifickou strukturu finančních zdrojů finančních institucí – tedy poměr*

cizích zdrojů“ (Veselá, 2011, s. 27) které, nejsou-li včas podchyceny, mohou významně poškodit zájmy zúčastněných subjektů, případně rozšířit negativní dopady do celé ekonomiky.

Cílem regulace a dohledu nad finančními trhy je zajistit, aby tyto trhy byly:

- Transparentní a konkurenční,
- Důvěryhodné a stabilní,
- Likvidní a efektivní,
- Aby fungovaly mechanismy ochrany investorů.

Nástroji k dosažení těchto cílů jsou především: informační povinnosti, udělování povolení pro vznik a působení na trhu, dohled nad trhem.

Pro zajištění efektivitvity trhů jsou důležité opatření sloužící k eliminaci nelegálních praktik a obchodů, a sice: Praní špinavých peněz, insider trading, manipulace s kurzem, záměrné poškozování klienta či investora.

1.2.1 Orgány regulace finančních trhů

ČNB – Česká Národní Banka – vykonává dozor nad finančními trhy v České Republice

FSA – Financial Services Authority – vykonává dozor a regulaci nad finančními trhy ve Spojeném Království Velké Británie, na základě *Financial Services and Markets Act 2000*

SEC – US Securities and Exchange Commission – federální úřad Spojených států Amerických, vykonává dozor nad finančními trhy v USA na základě *Securities Act of 1933, Securities Exchange Act 1934*

ECB – European Central Bank – regulace finančních trhů v rámci EU

IOSCO – International Organization of Securities Commissions – nadnárodní organizace založená 1993 – usiluje o harmonizaci regulatorních pravidel, informačních povinností a podmínek fungování trhů cenných papírů na mezinárodní úrovni.

CESR – The Committee of European Securities Regulators – založená 1997 za účelem výměny informací, vzájemné pomoci a spolupráce, společný postup pro tvorbu standardů pro regulaci a dohled v souvislosti s procesem vytváření jednotného evropského trhu finančních služeb.

1.3 Rozdělení finančních trhů

Určujícím faktorem pro rozdělení finančních trhů je čas, přesněji doba splatnosti na nich obchodovaných finančních instrumentů. Z tohoto pohledu je rozdělujeme na peněžní a kapitálové trhy.

Peněžní trhy jsou trhy s finančními instrumenty, jejichž splatnost není delší než jeden rok. Nástroje peněžního trhu zajišťují subjektům na peněžním trhu likviditu, zajišťují financování oběžných prostředků korporací, nebo také slouží k překlenutí období mezi finanční potřebou vlády a inkasem daní. (Polách, 2007, s. 11)

Mezi **instrumenty peněžního trhu** řadíme: Pokladniční poukázky, bankovní depozitní certifikáty, půjčky na mezibankovním trhu.

Kapitálové trhy oproti peněžním trhům se vyznačují finančními instrumenty s dobou splatnosti delší než jeden roka „*jsou určeny k financování dlouhodobých investic vlád, korporací a domácností.*“ (Polách, 2007, s. 12) Mezi **instrumenty kapitálového trhu** řadíme: Akcie, Dluhopisy, Směnky, Hypoteční zástavní a podílové listy.

1.4 Akciový trh

Akciový trh je trh, na kterém jsou akcie vydávány – upisovány – a obchodovány, a to **burzově nebo mimoburzově**. Akciový trh je jedním z nejdůležitějších oblastí tržního hospodářství, jež poskytuje **společnostem přístup ke kapitálu a investorům podíl na vlastnictví společností** a potenciálním zisku založeném na jejich budoucí výkonnosti.

Akciový trh můžeme rozdělit na dva oddíly:

Primární, kde dochází k prvotnímu úpisu akcií (*tzv. IPO – Initial Public Offering*) – firem investorům, a dále **sekundární trh**, na kterém se obchodují již emitované cenné papíry mezi jednotlivými investory (případně dochází ke zpětným odkupům akcií firmou).

Sekundární trh můžeme dále členit na **organizovaný trh**, kde nabídku a poptávku organizuje licencovaný subjekt v souladu s danou legislativou a podle stanovených pravidel a předpisů, a **neorganizovaný trh** – *tzv. OTC (over-the-counter)* – jež je volně přístupný, kde nabídka a poptávka není organizována žádným subjektem. (Veselá, 2011, s. 24-25)

Organizovaný trh dále dělíme na burzovní a neburzovní. **Burzovní trhy** jsou takové, kde subjekty obchodují „*s přesně vymezenými instrumenty, přesně vymezeným způsobem,*

podle přesně vymezených burzovních pravidel a předpisů, v přesně vymezeném čase.“(Veselá, 2011, s. 24) Obchodují se zde akcie nejbonitnějších firem, a všechny obchodované instrumenty musí splňovat přísné požadavky burzy.

Jako **mimoburzovní trhy** jsou označovány trhy, kde jsou obchodovány instrumenty, které již nemusí vyhovovat náročným požadavkům na instrumenty obchodované na burze. Burzovní pravidla zde neplatí, nicméně i tento typ trhu má svá méně přísná pravidla pro obchodování. (Veselá, 2011, s. 25) Jsou zde obchodovány akcie méně bonitních společností. Z principu jsou akcie těchto firem více rizikové. Tyto akcie jsou označovány jako *pink sheets*, trhy s nimi potom *pink sheets markets*.

1.5 Akciové burzy

Mezi největší akciové burzy měřeno tržní kapitalizací obchodovaných firem patří následující, pro srovnání BCP Praha s tržní kapitalizací 55mld. USD²

- NYSE – New York Stock Exchange – 15 970 mld. USD
- TSE – Tokyo Stock Exchange – 4 931 mld. USD
- LSE – London Stock Exchange – 3 613 mld. USD
- Shanghai SE – Shanghai Stock Exchange – 2 717 mld. USD
- HK SE – Hong Kong Stock Exchange – 2 711 mld. USD

1.5.1 BCPP – Burza cenných papírů Praha

Ve světovém měřítku nevýznamná burza s tržní kapitalizací emitovaných akcií 55 mld. USD. (PSE, ©2013) Ve srovnání se světovými burzami poskytuje nízkou likviditu. Jsou zde obchodovány akcie společností především regionálního charakteru, případně v menší míře dceřiné firmy globálních společností. Vzhledem likviditě trhu a ke specifickým vlastnostem obchodovaných firem (*velikost, struktura akcionářů*) nejsou akcie firem vyhledávány velkými zahraničními fondy, také pokrytí odvozených derivátů, certifikátů a opcí je v porovnání se světovými burzami slabší. Burza má význam pro investory vyhledávající korunový příjem.

² Údaje o tržní kapitalizaci pro rok 2012.

1.5.2 NYSE – New York Stock Exchange

Newyorská akciová burza s tržní kapitalizací 14 242 mld. USD je v tomto ohledu největší na světě. Burza má světový význam a jsou zde kótovány společnosti globálního charakteru. Na burze je obchodováno přes 1800 firem, z toho 1518 amerických společností a 349 zahraničních. Oproti BCPP jsou zde obchodovány společnosti s průměrnou tržní kapitalizací 8,9 mld. USD (NYSE, ©2013), tomu odpovídá také struktura akcionářů jednotlivých společností, kteří zpravidla (*oproti akciím listovaným na BCPP*) nedrží nadpoloviční podíl a majetková struktura je více diversifikovaná. Tyto charakteristiky a přísný dohled SEC dělají z akcií obchodovaných na NYSE atraktivní zboží pro velké fondy, investiční banky a individuální investory. Toto se projevuje velmi vysokou likviditou. Také pokrytí navázaných derivátů, certifikátů a opcí je na mnohem lepší úrovni než BCPP. Díky těmto charakteristikám je americký akciový trh považován za velmi vyspělý.

1.5.3 LSE – London Stock Exchange

Londýnská burza je z pohledu kapitalizace 3226 mld. USD čtvrtou největší burzou. Je nejvíce mezinárodní burzou světa, když s akciemi zde obchoduje více než 3000 společností z více než 70 zemí. (LSE, ©2013) V několika segmentech jsou obchodovány jak velké globální firmy, tak také akcie malých společností. Likvidita, pokrytí deriváty a informační prostředí je srovnatelné s NYSE.

2 AKCIE

„Akcie není jen symbol nebo bod na obrazovce počítače; je to podíl na vlastnictví skutečného podniku, jenž má svou vlastní hodnotu, nezávislou na kurzu akcie.“

Benjamin Graham

Akcie patří mezi majetková aktiva a představuje doklad o vlastnictví. (Rejnuš, 2004, s. 11)
Z jejich vlastnictví vyplývají obecně následující práva akcionáře (společníka):

- Právo podílet se na zisku společnosti.
- Právo podílet se na řízení společnosti.³
- Právo na likvidačním zůstatku společnosti v případě zániku společnosti.⁴
- Případně přednostní právo na nově emitované akcie společnosti.

(Cipra, 2000, s. 97).

Tato obecná práva akcionáře jsou v českém právním systému zakotveny v Zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, §155 – Obchodní společnosti – Akciová společnost – Základní ustanovení.

Akcie jsou obchodovatelné cenné papíry, přičemž podmínky převodu a obchodování s nimi jsou ošetřeny v Zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, a dále v Zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

³ Zde je významný rozdíl mezi kontinentální a anglo-americkou zvyklostí, kdy v Evropě je zvykem, že firma je řízena jediným akcionářem s většinovým podílem. Rozhodování tudíž fakticky závisí na jediném vlastníkovi s kontrolním podílem, přičemž ostatní akcionáři mají velmi omezené možnosti, jak do řízení společnosti zasahovat, toto činí kontinentální akcie méně zajímavé ve srovnání s anglo-americkými akciemi, kde je širší a vyváženější struktura majitelů. Např. všichni vědí, že majitelem Microsoftu je Bill Gates, málokdo však ví, že Bill Gates kontroloval firmu držním jen 40% podílu. Takováto firma je logicky pro investory atraktivnější, ve smyslu podílení se na řízení společnosti.

⁴ Investoři – majitelé jsou zde v horším postavení než majitelé firemních dluhopisů. Likvidační zůstatek se rozděljuje (pokud zůstane) po uspokojení věřitelů. Proto jsou korporátní dluhopisy označovány v tomto směru jako bezpečnější.

2.1 Právní vymezení akcií

2.1.1 Definice

Obchodní zákoník definuje akcii a práva s ní spojená následovně:

„Akcíe je cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti. Osoba, která se podílí na základním kapitálu společnosti, je oprávněna vykonávat práva akcionáře jako společníka, i když společnost dosud nevydala akcie nebo zatímní listy, a to ode dne zápisu základního kapitálu, na němž se podílí, do obchodního rejstříku.“

2.1.2 Forma akcií

Akcíe mohou být vydány v souladu se zvláštním zákonem v listinné podobě nebo v zaknihované⁵ podobě.

2.1.3 Právní náležitosti akcie

Akcíe musí obsahovat:

- firmu a sídlo společnosti,
- jmenovitou hodnotu,
- označení formy akcie, u akcie na jméno firmu, název nebo jméno akcionáře,
- výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie,
- datum emise.

Listinná akcie musí obsahovat i číselné označení a podpis člena nebo členů představenstva, kteří jsou oprávněni jménem společnosti jednat k datu emise.

Zaknihovaná akcie musí obsahovat číselné označení v případech, kdy to stanoví zákon.

2.2 Zdanění příjmů z akcií

Zdanění příjmu z akcií je v českém právním systému podchyceno zákonem **č. 586/1992 Sb. – o dani z příjmu.**

⁵ Tyto zaknihované akcie jsou vedeny elektronicky v Centrálním depozitáři cenných papírů, dříve ve Středisku cenných papírů pro české akcie zahraniční akcie byly vedeny v systému Univyc.

2.2.1 Kapitálový zisk

Příjmy z obchodování (*nákup-prodej*) akcií spadají podle zák. č. 586/1992 Sb. do Ostatních příjmů a budou se danit podle §10.

Za rok 2012 jsou příjmy z prodeje cenných papírů od daně z příjmu fyzických osob osvobozeny, jestliže je dodržen časový test. Prodej cenných papírů totiž patří do skupiny příjmů, které jsou při **splnění zákonných podmínek (dle § 4 zákona o dani z příjmu č. 586/1992 Sb.)** od daně z příjmu osvobozeny. Časový test činí **6 měsíců**. Individuální investor zde může v evidenci nákupů a prodejů CP postupovat metodou **LIFO** a přizpůsobit tak správu svého portfolia tomuto časovému testu. (*Neplatí pro osoby, jejichž celkový přímý podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech společnosti převyšoval v době 24 měsíců před prodejem cenných papírů 5 %.*)

2.2.2 Dividendy

Příjmy plynoucí fyzické osobě z vlastnictví akcií podléhají dani z příjmů fyzických osob. Příjmy z dividend patří pod dílčí základ daně podle § 8 ZDP, tedy jsou příjmem z kapitálového majetku. Postup zdanění příjmů z dividend se u fyzických osob liší v závislosti na tom, který stát je jejich zdrojem.

Příjmy ze zdrojů na území České republiky. Pokud je zdrojem Česká republika, jsou podle § 8 odst. 4 ZDP příjmy z dividend samostatným základem daně pro zdanění zvláštní sazbou daně 15 % podle § 36 odst. 2 ZDP.

Příjmy z dividend ze zdrojů v zahraničí jsou, nesnížené o výdaje podle § 8 odst. 4 ZDP, součástí dílčího základu daně z příjmů z kapitálového majetku a podléhají 15% sazbě daně. U dividend, jež mají původ v zahraničí a příjemce je daňovým residentem České republiky, hrozí dvojí zdanění podle § 8 ZDP. Na tuto situaci myslí mezinárodní smlouvy o zamezení dvojího zdanění, které mají podle § 38f odst. 1 ZDP přednost před daňovými zákony. (Rylová, 2009, s. 156) Zdanění dividend ošetřuje zpravidla 10. článek těchto smluv. Stěžejní částí těchto smluv jsou články upravující vyloučení dvojího zdanění. Zde je stanovena metoda vyloučení daně zaplacené ve státě zdroje dividend. Realizaci vyloučení dvojího zdanění upravuje Česká republika v § 38f ZDP. Česká republika zná čtyři metody vyloučení dvojího zdanění: (Rylová, 2009, s. 160)

- **Metody vynětí:** Úplné vynětí, Vynětí s výhradou progresse.
- **Metody zápočtu:** Úplný zápočet, Prostý zápočet.

2.2.3 Připravované změny zdanění

Výrazné změny může přinést připravovaný zákon č. 458/2011 Sb., o změně zákonů související se zřízením jednoho inkasního místa a dalších změnách daňových a pojistných zákonů. Tento zákon zavádí od 1. ledna 2015 osvobození zdanění dividend.⁶ (PSP, ©2011) Jde především o tyto změny:

- oproti stávajícímu 6 měsíčnímu časovému testu by měly být příjmy z prodeje cenných papírů u fyzických osob osvobozeny po uplynutí 3 let od jejich nabytí, (PSP, ©2011)
- příjmy v podobě podílu na zisku a dividendy z účasti v akciové společnosti, která je daňovým rezidentem EU nebo EHP, budou u poplatníků (fyzických i právnických osob) daňových rezidentů států EU a EHP osvobozeny. (PSP, ©2011)

2.3 Základní pojmy spojené s Akciemi

2.3.1 Označení Akcie

Ticker je unikátní, identifikační kód akcie, který slouží k identifikaci a přesnému určení akcie pro účely obchodování. Obvykle to je zkratka názvu společnosti, běžně v délce jednoho až čtyř písmen. (Graham, 2007, s. 51)

Např. C – Cititbank, VE – Veolia, TM – Toyota Motors, INTC – Intel Corp.,

ISIN (International Security Identification Number) Je mezinárodní dvanáctimístný alfanumerický kód, kterým se identifikuje každá emise veřejně obchodovaných aktiv. (Veselá, 2011, s. 87)

Např. Běžné akcie Intelu – INTC mají ISIN: US4581401001, kdy první dvě písmena (US) představují zkratku země emitenta cenného papíru, v tomto případě tedy Spojené Státy Americké.

⁶ Tento návrh může výrazně ovlivnit likviditu na BCPP, kdy obchodníci budou s prodejem cenných papírů vyčkávat na uplynutí časového testu. Také to může ovlivnit – prodloužit – investiční horizont zamýšlených investic. Na druhou stranu nulové zdanění dividend by mohlo zvýšit atraktivitu firem s atraktivní dividendovou politikou a přitáhnout tak další investory k nákupu dividendových titulů, jako jsou Čez, Telefonica O2 nebo Philip Morris.

2.3.2 Hodnota akcie

Nominální hodnota „představuje podíl na majetku akciové společnosti vyplývající z vlastnictví akcie. Součet nominálních hodnot všech akcií je roven výši základního jmění společnosti. Nominální hodnota má pouze právní význam, nikoliv význam ekonomický pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.“ (Cipra, 2000, s. 97)

Tržní cena akcie – akciový kurz je cena, za kterou se akcie obchoduje na kapitálovém trhu. Tato cena je tvořena tam, kde se potkává tržní nabídka a poptávka po dané akci, přičemž obě strany jsou ovlivněny ekonomickými, psychologickými a politickými a dalšími faktory. (Cipra, 2000, s. 98)

Vnitřní hodnota akcie – je teoretická hodnota akcie, kterou akci přisoudí potencionální investoři, analytici. Je výstupem fundamentální analýzy. Vzhledem k přirozeným omezením nástrojů fundamentální analýzy často mluvíme o odhadované vnitřní hodnotě akcie.⁷

2.3.3 Výnos akcie

Celkový výnos akcie je součtem kapitálového a dividendového výnosu.

Kapitálový výnos je výsledkem rostoucí tržní ceny akcie na burze. Je to **rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou akcie**. Při klesajících cenách akcií může být realizována také kapitálová ztráta, pokud investor akci prodá levněji, než za kolik ji nakoupil.

Dividendový výnos se běžně označuje jako D/Y (z. angl. Dividend yield). Jde o poměrový ukazatel, jenž vyjadřuje **procentuální dividendový výnos vypočtený jako podíl dividendy na akci a aktuální tržní ceny akcie**. Pro investory zaměřené na výplatu hotovostních dividend jde o zásadní informaci dosaženého výnosu. (Veselá, 2011, s. 88) Tento dividendový výnos je ze své podstaty oproti kapitálovému výnosu vždy kladný.

Dividenda je podíl na zisku společnosti, vyplývající z vlastnictví akcie. Výplata dividendy není předem zaručena. (Cipra, 2000, s. 98) O výplatě a výši dividendy rozhoduje valná

⁷ Zde je třeba si uvědomit, že fundamentální analýza často pracuje s daty, která jsou zveřejňována opožděně. Toto je přirozeným limitem fundamentální analýzy, neboť těžko započítáme, jak se změnila hodnota firmy v období mezi zveřejněním výsledků hospodaření. Dalším faktorem je skutečnost, že fundamentální analýza do značné míry vychází z individuálních odhadů budoucího vývoje, které se mohou značně lišit. Tato vnitřní hodnota je tedy pouze teoretická a těžko může být označena za jednoznačnou.

hromada akcionářů. Dividenda je vyplácena ze zisku minulého období, zpravidla periodicky, a sice měsíčně, čtvrtletně, pololetně nebo ročně. (Veselá, 2011, s. 88) Dividenda je vyplácena v hrubé výši, přičemž daň může být odvedena srážkově u zdroje.

Rozhodné datum pro výplatu dividendy. Pro vznik nároku na výplatu dividendy za předchozí období není potřeba vlastnit danou akcii celé minulé období. Pro nárok na výplatu dividendy je určující, kdo je zapsán v registru jako majitel akcie v rozhodný den, který je oznámen valnou hromadou, společně s výší dividendy a datem výplaty dividendy. Pro obdržení dividendy tedy stačí vlastnit dividendu pouze jeden rozhodný den. Tento den je ovšem odlišný od **posledního obchodního dne s nárokem na dividendu**. Tento zpravidla předchází rozhodný den o $T + x$, kdy x představuje délku vypořádání burzovního obchodu ve dnech.

Výplata dividendy – o výplatu dividendy akcionáři se stará správce dividendy. Správcem dividendy je společností pověřená finanční instituce, banka, která se stará o výplatu dividendy akcionářům, a s tím spojenou administrativu.

2.4 Charakteristiky Akcie

Bezpečnostní pyramida charakterizuje jednotlivá aktiva podle jejich vztahu k výnosu a riziku. Přičemž ve spodní části pyramidy jsou aktiva považovaná za méně riziková a tomu úměrně méně výnosná. Oproti tomu vrchol pyramidy tvoří velmi rizikové a opět tomu úměrně velmi výnosné deriváty a pákové instrumenty finančního trhu. Akcie patří v tomto bezpečnostním trojúhelníku k více rizikovým aktivům oproti dluhopisům nebo nemovitostem (obr. 1.)



Obrázek 1. Bezpečnostní pyramida (Polách, 2007, s. 33)

Bezpečnostní pyramida naznačuje také, jakou skladbu by mělo mít portfolio aktiv individuálního investora. Dobrým základem je vlastnictví nemovitostí, které poskytují stabilitu, likvidnějšími jsou spořicí a termínované účty, které díky státní garanci vkladů jsou také stabilní součástí portfolia, tyto dále doplňují životní a neživotní pojistky. Akcie zde vystupují jako rizikovější aktiva, jež na druhou stranu přinášejí dynamiku v podobě vyšších výnosů a likvidity. Důraz na takovouto skladbu portfolia rodinného majetku kladl mezi jinými také Mayer Amschel Rotschild – zakladatel jednoho z nejvlivnějších bankovních domů v Evropě a stejnojmenné dynastie, jak o tom píše Derrek Wilson (1988).

3 ANALÝZA CENNÝCH PAPÍRŮ

„Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky, jsou spekulacemi.“

(Graham, Dodd, 2009, s. 100)

Motivem obchodování s akciemi, jakožto značně spekulativními a volatilními cennými papíry, je snaha o realizaci co největšího kapitálového (ale také dividendového) zisku z rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou. Pomocí nástrojů fundamentální analýzy investoři hledají na akciovém trhu (podle jejich více nebo méně odborného názoru) podhodnocené akcie, u nichž očekávají budoucí vzestup jejich tržních cen.⁸ (Rejnuš, 2004, s. 44)

Za zakladatele technické analýzy je označován Charles H. Dow (1851-1902). Hartman (2009, s. 45) definuje technickou analýzu jako systematické zkoumání a analyzování minulých a současných tržních dat. Principy a postupy technické analýzy jsou aplikovatelné univerzálně na tržně obchodované cenné papíry. Oproti fundamentální analýze, kde hodnotíme jednotlivá aktiva podle rozdílných parametrů.⁹

Na pomezí technické a fundamentální analýzy je analýza COT (Commitment of traders) Report. Tento report poskytuje informace o změnách držných pozic obchodníků, zobchodovaných objemech minulého období – jedná se tedy o technické informace, avšak rozlišuje zde obchodníky spekulativní a komerční, čímž poskytuje také fundamentální přehled.

3.1 Technická analýza

Podle Hartmana (2009, s. 45) spočívá technická analýza v tom, že směr a úroveň budoucího pohybu ceny aktiva predikujeme na základě historických pohybů. Oproti

⁸ Je otázkou, zda je dnes v době vysokofrekvenčního obchodování a vysoké efektivity výpočetní techniky velkých analytických firem, kdy je každá akcie sledována stovkami analytiků a počítačů, pro individuálního investora stále možné nalézt akcii fundamentálně podhodnocenou. Spíše se zde přikláním k názoru Benjamina Grahama, kdy individuální drobný investor vyčká až cena akcií (fundamentálně zdravé firmy) spadnou na ceně v důsledku pesimistického výhledu, který změní odhady budoucích tržeb, zisků, nákladů firmy.

⁹ Rozlišně hodnotíme akcie firmy, futures na komodity či dluhopisy, u každého instrumentu nás zajímají jiná data a vstupy fundamentální analýzy, avšak z pohledu technické analýzy můžeme postupovat stejně ve všech případech, co se grafické analýzy grafu týče.

fundamentální analýze vycházíme pouze z dat tvořených trhem, z *cenového grafu*, který říká, za jakou cenu se v daném čase obchodovalo dané aktivum při jakém objemu obchodů. Zkoumanými veličinami jsou tedy **cena, čas a objem** (*případně informace o hloubce trhu*¹⁰). Odvozenými daty používanými pro účely technické analýzy jsou data korelace jednotlivých aktiv, odvětví, ekonomik atp.

Na základě vlastních zkušeností vidím vhodné využití technické analýzy v načasování vstupu – nákupu akcie, kterou jsme dříve podrobili fundamentální analýze. Přestože existují obchodníci zakládající čistě na technické analýze, v mé investiční strategii jde spíše o ceněný doplněk zpřesňující vstupy do obchodu.

3.1.1 Dowova teorie

Zakladatel technické analýzy Charles Dow definoval během druhé poloviny 19. století šest principů pohybů trhu¹¹, uceleně je shrnuje a vykládá Thomsett (2008, s. 71)¹²:

- Trend se skládá ze tří typů pohybů – **primární trend trvá v řádech jednoho roku až několika let**, a může být rostoucí – *býčí* nebo klesající – *medvědí*. **Sekundární trend trvá od 10 dní do 3 měsíců** a je korekcí primárního trendu. **Terciární trend probíhá v řádech hodin až jednoho měsíce** a je nejkratší. Všechny tyto pohyby mohou probíhat simultánně.
- Trend sestává ze **tří fází**. **1) Fáze akumulace**, kdy nakupují informovaní obchodníci. **2) Fáze růstu**, kdy vstupují do trhu obchodníci sledující nástroje technické a fundamentální analýzy – jejich zvýšený objem potvrzuje trend. **3) Fáze spekuláční**, kdy informovaní obchodníci již vystupují z obchodu.
- **Trh odráží všechny známé cenotvorné informace.**

¹⁰ Data o hloubce trhu má zpravidla k dispozici market maker. Na českém trhu jsou tato data dostupná při obchodování v RM systému.

¹¹ Přínos Dowovy teorie je nepopíratelný, nicméně nejsou doloženy dlouhodobé výsledky reálného obchodování na základě těchto šesti pilířů. Kalkulované výsledky použití této metody sice generují nepřerušovanou řadu zisků v období 1897-1950, avšak není jasné, co by s trhem provedli následovatele této strategie, tedy jaké by byly dopady praktické (masové) aplikace této teorie na trh. Podrobné studie ukazují, že kvalita výsledků této strategie se rapidně změnila po roce 1938, tedy několik let poté, co začala být na Wall Street brána vážně.

¹² Zde vidíme poněkud rozpor ve tvrzení, že trh odráží všechny cenotvorné informace, což je jedním z atributů efektivního trhu, avšak v dalším pilíři autor označuje Akumulační fázi, kdy nakupují informovaní obchodníci, avšak cena akcie výrazně neroste. Zde dochází k významné informační asymetrii, která je naopak neslučitelná s efektivním trhem.

- Indexy se musí **navzájem potvrzovat**. (*Autor měl ve své době na mysli průmyslový a dopravní index, které byly jeden na druhém fundamentálně závislé, a to tak, že pokud roste produkce průmyslu, je potřeba rostoucí produkci přepravovat, což způsobí růst v dopravním sektoru.*)
- **Objem obchodů potvrzuje trend.**
- Trend existuje, dokud není definitivně ukončen.

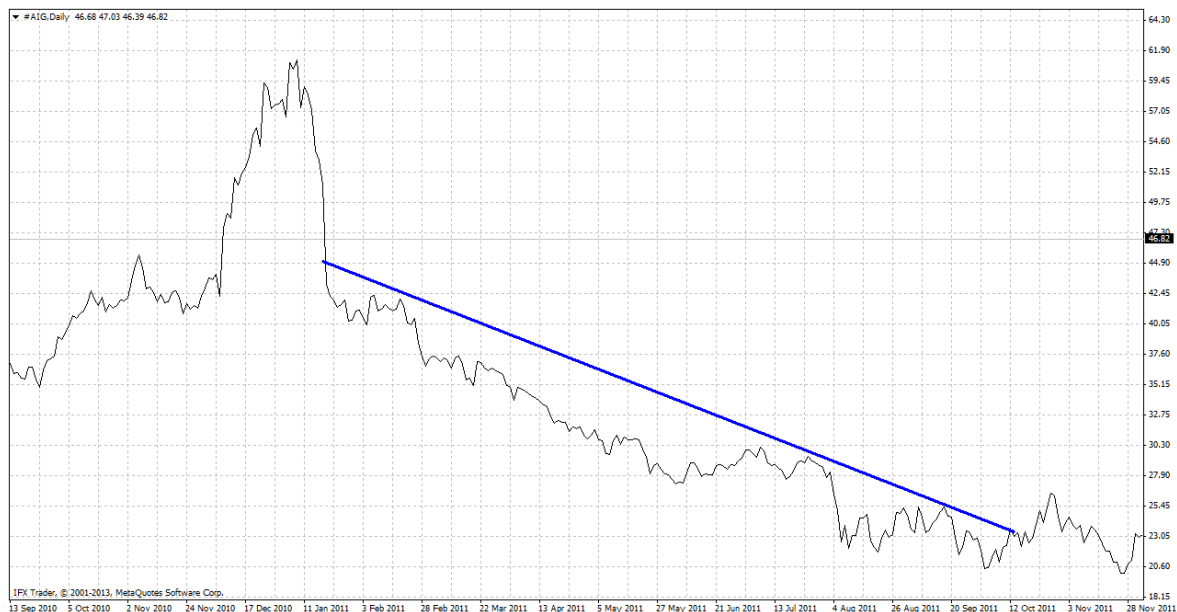
3.1.2 Analýza grafů

Metody technické analýzy vycházejí zpravidla z tržních informací zaznamenaných do grafu.

3.1.2.1 Formy zobrazení grafů

Grafické analýzy využívají množství způsobů zanášení dat do grafu. Zde rozlišujeme několik způsobů zobrazení, Rejnuš (2004, s. 69) uvádí tato základní zobrazení:

- **Čárový graf** (označován také jako spojnicový) zobrazuje v daném okamžiku jen jednu (zpravidla závírací) cenu a je nejjednodušším možným zobrazením ceny aktiva v čase. (Obr. 2)
- **Svícový graf** (*angl. Candlestick, barchart*) je složitějším zobrazením ceny aktiva. V čase zobrazuje čtyři různé ceny otevírací (*open*), závírací (*close*), nejvyšší cenu (*high*) a nejnižší cenu (*low*). Důležité je rozlišení rostoucích bílých a klesajících černých svící (obr. 3). Zřejmou výhodou oproti jednoduchému čárovému grafu je zobrazení volatility trhu během časového období, kdy čárový graf zobrazí jen jednu cenu. Toto zobrazení původně z Japonska rozlišuje mnoho formací – uspořádání svící za sebou jdoucích svící, které slouží k prognóze směru vývoje trhu.
- **Sloupcový graf** nazývaný také OHLC (z *angl. open, high, low, close*) zobrazuje stejné informace jako svícový graf, jen nejsou barevně rozlišeny rostoucí a klesající sloupce. Výše sloupku je zde určena denním rozpětím obchodování, nejvyšším a nejnižším kurzem. Krátké vodorovné čárky jsou přidány k tělu svíce na hodnotách, kde trh otevřel a uzavřel obchodování, přičemž otevírací cena se značí zleva a závírací zprava.



Obrázek 2. D1 graf AIG, spojnicový graf, klesající trendová linie



Obrázek 3. D1 graf CITI, svícový graf, rostoucí trendová linie

3.1.2.2 Grafické formace

Moderní technická analýza rozlišuje mnoho grafických formací, avšak základním stavebním prvkem technické analýzy je trend. (Král, 2007, s. 59) Trend můžeme definovat následovně:

„Cenový trend je takový vývoj ceny zkoumaného aktiva v předemném čase, který je za přesně určenou jednotku, podle směru vývoje dané ceny buď jednoznačně jako tendence rostoucí nebo naopak klesající.“ (Král, 2007, s. 59)

Pokud se trh nenachází v trendu a nelze jednoznačně určit jeho rostoucí nebo klesající tendenci, hovoříme o obchodování v pásmu, případně konsolidaci nebo z angl. *chopu*.

Rostoucí trend definujeme jako vývoj ceny, která během daného časového úseku roste tak, že každý nový vrchol je vyšší než předchozí a každé nové dno je vyšší než předešlé (obr. 3).

Klesající trend podle výše uvedené definice analogicky musí tvořit minima a maxima, která jsou nižší než předchozí (obr. 2).

Se zobrazením trendu úzce souvisí **trendové linie**. **Rostoucí trendovou linií** (obr. 3) lze v rostoucím trendu zakreslit jako **spojnici dvou nebo více minim** cenového grafu, analogicky zakreslení **klesající trendové linie** (obr. 2) je spojnicí **dvou nebo více cenových maxim**. Význam těchto linií roste s počtem odrazů od této linie a s jejich délkou. Také platí, že čím menší sklon svírá trendová linie s horizontální, tím má větší význam.¹³ (Rejnuš, 2004, s. 77)

Technická analýza se také pokouší odhadovat úroveň, kde se dá očekávat změna kurzu. Jedním ze základních grafických zobrazení technické analýzy jsou v tomto směru úrovně **podpory** (*supportu*) a **odporu** (*resistence*). Tyto jsou zakreslovány v grafu horizontálně. Hranice odporu je linie vytvořená okolo ceny, která je pro kupce na trhu příliš vysoká a odmítají za tuto cenu nakupovat. Tato hranice je překážkou v růstu do doby, než je prolomena. Linie podpory je vytvořená okolo ceny, která je pro prodejce aktiva příliš nízká na to, aby dané aktivum dále prodávali. Do té doby než je linie podpory prolomena, je pro trh překážkou v pokračujícím poklesu. U podpory i resistance platí dvě pravidla:

- Čím déle je linie neprolomena, a čím více je na ní bodů, kdy se trh obrátil, tím je tato linie silnější.
- Prolomený support se stává resistencí a naopak.

Tyto linie se často vytváří v blízkosti kulatých hodnot, případně na úrovních významných historických minim nebo vrcholů.

¹³ Zde je důležitý také timeframe, na kterém je trendová linie vykreslená. Relativně plochá trendline vykreslená na H1 grafu se stává v důsledku zkrácení časové osy výrazně strmější při zobrazení na D1 grafu.

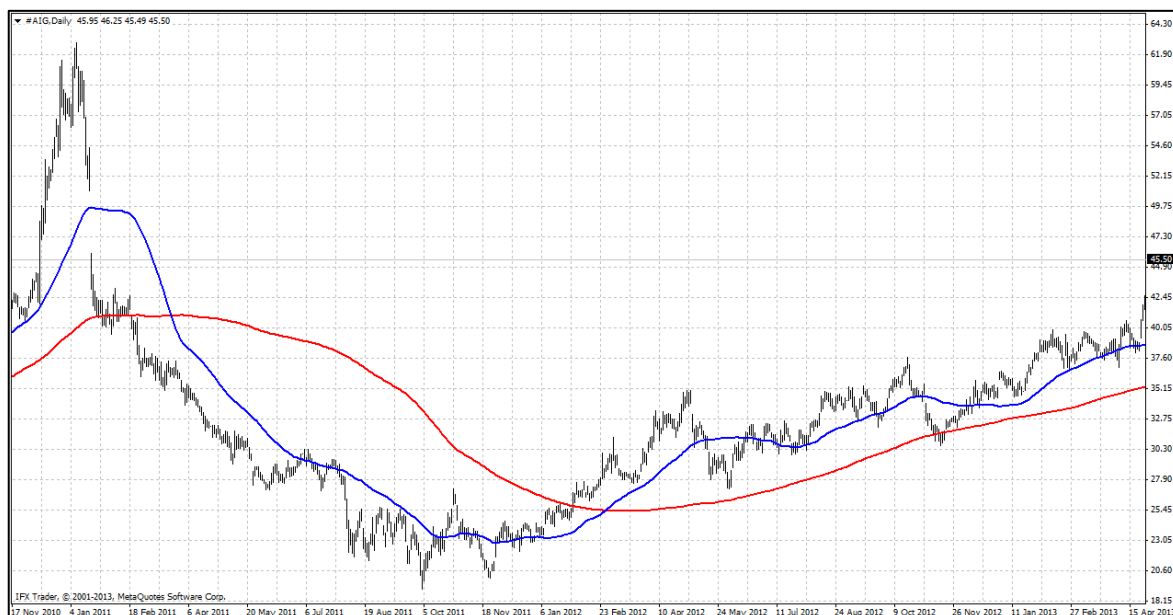
3.1.2.3 Indikátory

Nedílnou součástí technické analýzy jsou také indikátory, které se zobrazují buďto přímo do cenového grafu, nebo do svého vlastního grafu indikátoru, který s cenovým grafem sdílí časovou osu.

Klouzavé průměry patří mezi nejrozšířenější indikátory, ať už samostatně, nebo jako základ dalších indikátorů, které jsou z nich odvozeny. Svou oblibu si získaly pro jednoduchost konstrukce, přehledné čitelnosti a jednoduchosti vyhodnocení.

Klouzavý průměr je průměrem vypočítaným z dat po sobě jdoucí časové řady cen. Vypočítá se nejprve jako jejich součet, a poté se vydělí počtem period. V konstrukci se pokračuje tak, že další den vypočítáváme průměr s přidáním nové hodnoty právě uzavřeného obchodního dne a odebráním hodnoty data nejstaršího dne z výpočtu. Touto konstrukcí dostaneme křivku, jejíž hodnoty jsou odlišné od cenového grafu (obr. 4). Podle metody výpočtu rozlišujeme **lineární, exponenciální a jednoduchý klouzavý průměr**.

Obecně platí, že pohybuje-li se trh nad tímto průměrem, nachází se v rostoucím trendu a naopak pokud obchoduje pod ním, nachází se trh v klesajícím trendu. Klouzavé průměry samy o sobě slouží často jako úroveň supportu a resistance (obr. 4). Zde opět platí, že čím vyšší je jejich perioda, tím větší mají význam. Dalším přístupem k obchodování pomocí klouzavých průměrů je metoda jejich křížení. Nejsledovanějším úkazem na akciovém trhu je křížení jednoduchého klouzavého průměru s periodou 50 dní (*dále jen MA 50 - moving average*) a 200 dní (*dále jen MA 200*). Křížení těchto dvou průměrů signalizuje změnu v dlouhodobém trendu. Přičemž pokud je MA 50 pod MA 200, nachází se trh v klesajícím trendu a naopak, pokud je MA 50 nad MA 200, nachází se trh v rostoucím trendu (obr. 4). Jejich vzájemné křížení značící změnu dlouhodobého trendu se označuje jako **zlatý kříž**.



Obrázek 4. Zlatý kříž na denním grafu AIG, MA50 a MA 200

3.2 Fundamentální analýza

Jak uvádí Král (2008), fundamentální analýza podrobně zkoumá fundament neboli podstatu daného aktiva. „Její podstatou je odhalení všech jednotlivých nejvýznamnějších částí zkoumaného objektu, vztahů mezi nimi a vnějším prostředím a dále určení faktorů, které nejvíce ovlivňují vývoj, včetně určení směru tohoto působení.“ (Král, 2008, s. 25)

Aplikujeme-li tuto definici fundamentální analýzy na akcie, tak podle Radové (2003, s. 216) je výsledkem takové analýzy nalezení určité (*teoreticky správné*) **vnitřní hodnoty akcie**.

3.2.1 Makro analýza

Makroekonomické parametry vypovídají o stavu celého makroekonomického prostředí a jeho vliv na akciové kurzy. Nejjednodušším ukazatelem je rating, neboli stanovení úvěrové schopnosti subjektu dostát svým závazkům. Mimo makroekonomické ukazatele sledujeme v rámci této analýzy také zásadní vlivy, a sice politické vlivy neboli riziko země, sezónní, spekulční a přírodní vlivy. V rámci přírodních vlivů je analyzováno, zda se jedná o přímořský nebo vnitrozemský stát, jaká je poloha dané ekonomiky a s tím spojené podnebí, rozloha, jaké jsou půdní a vláhové podmínky, zda se jedná o důležitou křižovatku obchodních cest, technická vyspělost ekonomiky či dispozice přírodními nerostnými zdroji. (Král, 2008, s. 35)

Na makroekonomické úrovni působí na hospodářskou činnost celá řada faktorů, mezi nejdůležitější patří:

- **Vývoj reálného výstupu ekonomiky.** Vývoj akcie je silně ovlivněn vývojem ekonomiky světové i národní (v závislosti na tom, jak je dané odvětví a akcie na ekonomiku navázaná). Na této úrovni sledujeme výsledek HDP, meziroční a čtvrtletní srovnání, údaje z trhu práce – *jobless claims*, *non-farm payrolls*, míru nezaměstnanosti, objednávky zboží dlouhodobé spotřeby a další ukazatele. Zde sledujeme, jaký je dlouhodobý trend ekonomiky a v jakém cyklu se daná ekonomika nachází.
- **Fiskální politika vlády.** Značný vliv na kurzy akcií mají daně z příjmu právnických osob, které snižují dosažené zisky firem, což se promítá do výše vyplacených dividend. Dále sledujeme výdajovou politiku vlády. Pozitivní vliv může být v nákupech produkce a služeb příslušných společností, naopak negativní vliv přináší zvýšení rozpočtového deficitu, který musí být následně financován emisí vládních dluhopisů, což postupně vede ke zvýšení úrokových sazeb. Sledujeme výnosy vládních dluhopisů, schodek státního rozpočtu, státní dluh, případně poměrové ukazatele dluhu k HDP.
- **Peněžní nabídka** je podle Rejnuše (2004, s. 47) obecně považována za jeden z nejvýznamnějších faktorů ovlivňující chování cen akcií. Teorie tento efekt označuje jako *efekt likvidity*. Přes různé přístupy vysvětlení se vždy dostáváme k závěru, že zvýšení růstu peněžní nabídky vždy způsobí poptávku po akciích.
- **Úrokové sazby.** Růst úrokových sazeb jednoznačně ovlivňuje cenu akcií, když růst úrokových sazeb za jinak nezměněných podmínek vede k poklesu akciových kurzů a naopak.
- **Mezinárodní pohyb kapitálu.** Zde sledujeme především pohyb spekulativního světového kapitálu, který má na akciový trh velký vliv ve smyslu volatility a pohybu kurzů. Příliv zahraničního kapitálu způsobuje vzestup akciových trhů a naopak jejich odliv způsobuje jejich pokles. Vzhledem k tomu, že některé společnosti jsou listované na více burzách (*tzv. crosslisting*), způsobuje jejich pohyb na jedné burze pohyb také na ostatních trzích.
- **Ekonomické a politické šoky.** Zde je škála sledovaných skutečností velmi široká, a jde např. o ropné šoky, válečné konflikty, demise vlád, revoluce, nečekané

výsledky voleb, vládní převraty, hyperinflace, výrazné změny měnových kurzů, intervence či fixace ze strany centrálních bank a jiné.

- **Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém.** Pro investora je důležitá především úroveň právního systému a jeho funkce s důrazem na ochranu vlastnictví. Nefungující nebo špatně fungující právní systém vážně ohrožuje v tomto smyslu soukromý majetek, který tak v případě akcionáře může být rozkraden, znehodnocen. Dobré právní prostředí je významným faktorem a je odraženo v hodnotě akcií.

3.2.2 Mezzo analýza – analýza odvětví

Jde o popis daného odvětví – sektoru, pomocí indikátorů, agregátu nebo parametru. Zkoumá specifika jednotlivých odvětví a jejich dopad na akciové kurzy. Odvětvová analýza je důležitá proto, že jednotlivá odvětví (zemědělství, bankovníctví, těžební průmysl, stavebnictví, obchod atp.) **nejsou stejně citlivá na celkový vývoj ekonomiky**. Jednotlivé odvětví se liší mírou zisku, mírou regulace či potenciálem dalšího rozvoje. „*Odvětvová analýza se zaměřuje na identifikaci charakteristických znaků jednotlivých odvětví. Konkrétně se jedná o analýzu citlivosti odvětví na hospodářský cyklus nebo zkoumání typu odvětvové struktury.*“ (Rejnuš, 2004, s. 50)

- **Odvětví cyklická** – Tato odvětví dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v době expanze. Jejich produkce a výroba je zpravidla orientovaná do oblastí, kde kupující může nákup odložit a realizovat jej později v příznivější situaci, kdy si to může dovolit. To je také důvodem, proč tyto firmy v období recese citelně ztrácejí odbyt, čímž je negativně ovlivněno jejich hospodářství, zisk (*dividenda*), kurz akcií. Zde se řadí odvětví jako např.: stavebnictví, bankovníctví, automobilový průmysl, elektrotechnický průmysl, letecký průmysl a spotřební průmysl.
- **Odvětví neutrální** – Tato odvětví jsou zaměřena na produkci statků denní spotřeby, nezbytné statky, jejichž spotřebu kupující neodkládá, což je důvodem, proč nejsou tato odvětví příliš ovlivněna ekonomickým cyklem. Zde můžeme zařadit: potravinářský průmysl, farmaceutický průmysl, výrobce cigaret, veřejnou hromadnou dopravu.
- **Odvětví anticyklická** – Tato odvětví se projevují dobrými hospodářskými výsledky v období recese, ale slabšími v období expanze. Jde o firmy produkující

zboží nouze, po kterém spotřebitel sahá v případě, že omezuje výdaje, jde o levnější substituty.

Doplňující pohled na jednotlivá odvětví a typologii firem uvádí Král (2008, s. 56), kdy rozlišuje silně rostoucí, stále rostoucí, slabě rostoucí, cyklické, anticyklické, úspěšně se vracející a substanční firmy či odvětví.

Pro konzervativního investora je zajímavá oblast **stále rostoucích firem** (často označovaných jako *bluechips*). Do této skupiny patří především obrovské nadnárodně působící firmy z **oblasti spotřebního zboží, potravinářského a drogistického průmyslu**. Přestože tyto firmy rostou jen pomalu, poskytují stabilnější růsty a pravidlem je i vyplácení dividendy. Hlavní výhodou je jejich necitlivost na konjunkturální výkyvy a krizové situace. (Král, 2008, s. 57) Často se tyto firmy vykazují charakteristikou shodnou s neutrálním odvětvím. Za typického zástupce takovýchto firem můžeme označit například McDonald's, což ilustruje graf vývoje kurzu akcií MCD v průběhu hospodářské krize, kdy vidíme, jak akcie MCD v období hospodářské krize v období 2008-2009 stále rostly oproti indexu DJIA.



Obrázek 5. Srovnání vývoje MCD a DJIA 2003-2013 (Zdroj: Googlefinance.com)

V rámci odvětvové analýzy také zjišťujeme, v jaké fázi se dané odvětví nachází. Zde rozlišujeme čtyři fáze životního cyklu. Od jednotlivé fáze cyklu se odvíjí vývoj tržeb, ziskovosti odvětví a v důsledku také ceny akcií. Rozlišujeme 4 fáze:

- **Pionýrská fáze.** Společnost produkuje nové, či silně inovované produkty. Po těchto statcích prudce narůstá poptávka, firmy mohou dosahovat nadprůměrných zisků. To je však lákadlem pro stále rostoucí konkurenci, která vstupuje do odvětví, avšak nezaručuje silnou a stálou pozici žádné firmě a mnoho podniků v této periodě zkrachuje. Proto zde investor může dosahovat mimořádných výnosů, což je ale kompenzováno vyšším rizikem.

- **Fáze rozvoje.** Dochází ke stabilizaci odvětví a firmy, které přečkaly pionýrskou fázi, již mají poměrně pevné místo na trhu, které si nyní upevňují. Poptávka po produktech zůstává poměrně vysoká, nicméně již stoupá pomaleji. Tržby a zisky společností nekolísají tolik, jako v 1. fázi, a proto je méně obtížné prognózovat vývoj kurzů firem v tomto cyklu odvětví.
- **Fáze stability.** Na trhu se nacházejí silné firmy, které mají zavedené jméno a pozici. Vývoj tržeb, marží a zisku je stabilní, pro analytika je jednodušší prognózovat jejich vývoj. Tato fáze se vyznačuje nízkými výnosy a postupně rostoucími náklady, zejména na marketing a propagaci produktů.
- **Období útlumu.** Na fázi stability může navazovat období útlumu, kdy odvětví zastarává, objem produkce pozvolna klesá a firmy zde ukončují činnost. Zvrat může nastat v zásadní inovaci produktu, a pokud se mu podaří uchytit na trhu a je po něm vysoká poptávka, celé odvětví může být znovu oživeno a opět vstupuje do pionýrské fáze.

3.2.3 Mikro analýza – analýza firmy

Mikroanalýza se pokouší ohodnotit nejdůležitější vnitřní parametry sledovaných podniků. Analýza mikroprostředí, tedy v případě akcie firmy, dává podrobný obraz o finančním zdraví firmy a pravděpodobném budoucím vývoji. „*Ve velmi krátkém období, je možno vnitřní hodnotu považovat za konstantní a je možné ji porovnat se současným kurzem. Je-li v daném okamžiku vnitřní hodnota akcie vyšší než její kurz, je možno považovat ji za podhodnocenou a lze proto očekávat vzestup jejího kurzu.*“ (Rejnuš, 2004, s. 51)

Cílem je nalezení vnitřní hodnoty podniku a odpovědět na otázku, zda je daná akcie aktuálně na trhu nadhodnocená nebo podhodnocená. Tento proces ohodnocování probíhá na trhu neustále na základě nových informací a mění jak kurzy akcií, tak jejich vnitřní hodnotu.

Pokud provádíme komplexní fundamentální analýzu firmy, nestačí zkoumat jen její současnou ekonomickou situaci, ale musíme také zhodnotit její historický vývoj a budoucí možnou perspektivu.

- **Retrospektivní analýza** – V této části zkoumáme nejdůležitější minulé vývojové trendy daného podniku. Sledujeme zde, jak se vyvíjela podniková struktura, tržby, výnosy, prodeje, tržní podíly, případně změny výrobního programu atd. Důležitým

jsou i fúze, změny vlastníků, převzetí. Retrospektivně zkoumáme také podnik z pohledu finanční analýzy. Význam této perspektivy spočívá také ve vytvoření delší časové řady dat, které nám pomohou lépe predikovat vývoj firmy v budoucnosti v delším horizontu.

- **Analýza současné ekonomické situace podniku** – Podnik opět zkoumáme na stejných úrovních jako v případě retrospektivní analýzy, nicméně se omezujeme na současný stav hospodaření.
- **Analýza perspektivní (výhledová)** – Zde přihlížíme k vývoji celé ekonomiky a odvětví, a vycházejí z historických a současných dat se snažíme odhadnout perspektivu a vývoj firmy v budoucnosti.

Stanovit vnitřní hodnotu akcie můžeme několika způsoby. Vlivem použití různých metod, či rozdílných individuálních odhadů se výsledky mohou lišit. Z podstaty fundamentální analýzy, kdy pracujeme se zpožděnými výsledky hospodaření, však není tak jako tak možné dopočítat se přesné vnitřní hodnoty. Pro ocenění můžeme využít tyto metody uvedené níže:

3.2.3.1 Dividendové diskontní modely

Pro svou jednoduchost jsou jednou z nejčastěji používaných metod při stanovování vnitřní hodnoty akcie. V podstatě jde o součet současné hodnoty dividend vyplacených za dobu držení plus rozdíl mezi prodejní a nákupní cenou. Rejnuš (2004, s. 53) však správně uvádí, že obě tyto veličiny jsou pouze očekávané, nikoliv zaručené hodnoty.

Vnitřní hodnotu podle této metody vypočítáme následovně:

$$VH = \frac{\sum d_n + C_n}{(1 + r)^n}$$

kde: d_n - očekávaná výše dividend v jednotlivých letech

C_n - očekávaná prodejní cena v n -tém roce

r - tržní úroková míra

V případě, že je n -té období velmi vzdálené a bude se blížit nekonečnu, potom se bude současná hodnota očekávané prodejní ceny blížit nule. Avšak „*tok dividend je teoreticky časově neomezený a lze přejít k limitnímu vyjádření*“ (Cipra, 2000, s. 112), kde je možné ze vzorce vypustit prodejní cenu akcie. Vnitřní hodnota bude v takovém vzorci vyjádřena jako současná hodnota budoucích dividend pro majitele.

Výpočet je v takovém případě následující:

$$VH = \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_n}{(1+r)^n}$$

kde: d_n - očekávaná výše dividend v jednotlivých letech

r - tržní úroková míra¹⁴

Za předpokladu **konstantní výše dividendy** vzniká z výše uvedeného vzorce jednoduchý model:

$$VH = \frac{d}{r}$$

kde: d - očekávaná konstantní výše dividend

r - tržní úroková míra

Na základě historické zkušenosti však v dlouhém horizontu výše dividend není konstantní, ale roste.¹⁵ Zde do vzorce zařadíme konstantu růstu dividend g , za předpokladu exponenciálního růstu výše dividendy. Následný vzorec se označuje také jako *Gordonův model*.

$$VH = \frac{d_1}{r - g}$$

kde: d - očekávaná výše dividendy

r - tržní úroková míra

g - očekávaná míra růstu dividend

3.2.3.2 Ziskové modely

Opět jde o v praxi hojně využívaný model především pro svou snazší aplikovatelnost. Oproti diskontnímu dividendovému modelu je využitelný spíše pro analytiku pohlížející na

¹⁴ Cipra uvádí tržní úroková míra. Je však třeba dodat, že jde o úrokovou míru, která odpovídá jak tržním podmínkám, tak rizikosti alternativní investice, případně očekávanému výnosu investora. Tedy ve vztahu k akciím používáme požadovanou roční výnosovou míru, která je součtem bezrizikové úrokové míry a rizikové premie, tedy: $i = i_f + i_r$

¹⁵ V případě že jde o prosperující firmu, která zvyšuje svůj zisk, a za jinak nezměněných podmínek, tedy pokud firma zachovává výplatní poměr dividendy.

akcie z krátkodobé perspektivy¹⁶, kteří odmítají časově neohraničený rámec dividendového diskontního modelu. (Cipra, 2000, s. 116)

Ziskové metody sledují především zisky firem (*earnings*) vůči ceně jejich akcií (*price*). Tyto dvě hodnoty dohromady tvoří poměrový ukazatel P/E (*price earnings ratio*). P/E je tedy hodnota vypovídající o tom, jaký násobek čistého zisku je investor ochoten za akcii nabídnout.¹⁷

Existují dva základní přístupy použití P/E ukazatele.

Prvním z nich je **metoda porovnání normálního a aktuálního P/E** dané akcie, uvádí Cipra (2000, s. 116), přičemž pokud je P/E_{norm} menší než *aktuální P/E*, potom je akcie na trhu momentálně nadhodnocená a naopak. Normální P/E vypočítáme následovně:

$$(P/E)_{norm} = \frac{d_1}{i - g}, \quad , kde \quad d_1 = \frac{D}{E}$$

kde:

- d - výplatní poměr v příštím roce
- D – dividendy na akcii v příštím roce
- E - zisk na akcii v příštím roce
- r - tržní úroková míra
- g - očekávaná míra růstu dividend

Jak uvádí Král' (2008, s. 72), obvykle platí, že firma s vysokým výplatním poměrem má nízké P/E. Současně platí, že čím vyšší je tento poměr, tím je rizikovější.¹⁸ Oproti statickému dividendovému modelu je **P/E dynamickým ukazatelem**, a jeho hodnota se denně mění se změnou ceny akcie v čitateli. Proto je potřeba k němu takto přistupovat a ukazatel přepočítávat.

¹⁶ Přestože zde autor poukazuje na odmítavý postoj některých analytiků k používání časově neomezeného dividendového diskontního modelu jako výhodu této metody ocenění, tato metoda stejně vychází z použití diskontního dividendového modelu s konstantním růstem, když je namísto výše dividendy dosazen výplatní poměr.

¹⁷ V případě, že uvažujeme zisky společnosti za konstantní, je výsledné číslo možné chápat jako návratnosti takové investice v letech.

¹⁸ Toto tvrzení je však nutno vztahovat na firmy v rámci jednoho odvětví. Při porovnání mezi různými odvětvími nemusí být toto pravidlo univerzálně aplikovatelné.

Další metodou využívající P/E poměru je porovnání P/E odvětví s P/E sledované akcie. U této metody zpravidla vycházíme z historických hodnot P/E, kdy sledujeme, jak se tento poměr mezi odvětvím a firmou vyvíjel historicky a jak si stojí nyní. V případě P/E odvětví se zpravidla jedná o agregátní údaj pro všechny akcie příslušného odvětví. Porovnáváme zde relativní hodnoty $P/E_{rel.}$ (tj. *relativní poměr P/E_{akcie} k $P/E_{odvětví}$*) ve vztahu k aktuálnímu P/E akcie v rámci historických maxim a minim tohoto vztahu.

Aplikaci této metody provádíme následovně:

1. Vypočítáme relativní P/E pro všechny zvažované roky, vždy pro maximální a minimální hodnoty P/E daného roku

$$\max P/E_{rel.} = \frac{\max P/E_{akcie}}{\max P/E_{odvětví}}$$

$$\min P/E_{rel.} = \frac{\min P/E_{akcie}}{\min P/E_{odvětví}}$$

2. Vypočítáme průměr maximálních hodnot relativního P/E
3. Vypočítáme průměr minimálních hodnot relativního P/E
4. Vypočítáme průměr předchozích dvou hodnot relativního P/E – zde dostaneme relativní $P/E_{rel.}$, které vystihuje dlouhodobý vztah mezi P/E odvětví a P/E akcie
5. Do vypočítaných relativních hodnot dosadíme aktuální $P/E_{odvětví}$ a porovnáme s P/E_{akcie} .

$$P/E_{norm.} = P/E_{rel.} \times P/E_{odvětví}$$

Pokud je výsledné $P/E_{norm.}$ blízké aktuálnímu P/E akcie, je akcie správně oceněna. Je-li P/E akcie nižší než výsledné $P/E_{norm.}$, pak je akcie momentálně podhodnocená a naopak pokud by aktuální P/E akcie bylo vyšší než $P/E_{norm.}$, potom existuje předpoklad, že je akcie trhem nadhodnocená. Přesnější obraz o tom, jak moc je akcie podhodnocená a jaký je její růstový potenciál vůči odvětví, dostaneme aplikováním stejného postupu na minimální a maximální hodnoty relativního P/E.

3.2.3.3 Bilanční modely

Jde o metody, jež ke stanovení vnitřní hodnoty akcie využívají data zveřejněné bilance společnosti. Velmi rozšířenou metodou je **účetní hodnota vlastního kapitálu**. Tato hodnota je rozdílem mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Po vydělení počtem akcií získáme účetní hodnotu majetku na jednu akcii – tedy **book value**.

V této metodě využíváme poměrový ukazatel **price to book value ratio**

$$\frac{P}{BV} = \frac{P}{\text{Aktiva} - \text{Cizí kapitál}}$$

Rejnuš (2004, s. 58) vysvětluje tento ukazatel následovně: Pokud bude hodnota tohoto ukazatele vyšší než 1, znamená to, že kurz akcie je vyšší než hodnota vlastního kapitálu, jež na ni připadá a naopak. Z toho vyplývá, že akcie s poměrem vyšším než 1 si investoři cení více než je podíl hodnoty majetku na akcii.¹⁹ Hodnoty P/BV je možné porovnávat mezi firmami, avšak pouze v rámci oboru, odvětví.²⁰

¹⁹ Zde si musíme uvědomit, že jde jen o účetní hodnoty, které jsou do značné míry ovlivňovány účetními metodami. Tato metoda navíc nezohledňuje budoucí zisky společnosti, které jsou pro dlouhodobého investora nejdůležitější. Také pokud je hodnota P/B menší než jedna, nemusí to nutně znamenat, že hodnota firmy je nižší než její účetní hodnota (v takové situaci by existovala arbitráž, kdy můžeme teoreticky firmu koupit a rozprodat za účetní hodnotu po částech), ale často jen ilustruje, jak jsou tyto hodnoty pro investory nedůvěryhodné, případně že velká hodnota firmy spočívá v budoucích ziscích a jejím dlouhodobém růstovém potenciálu.

²⁰ Mezioborově jsou tyto parametry těžko porovnatelné, jelikož každé odvětví má jiné kapitálové požadavky a jinou výnosnost, těžko bychom porovnávali např. P/BV společnosti z finančního a těžebního sektoru.

4 TEORIE INVESTOVÁNÍ PODLE BENJAMINA GRAHAMA

4.1 Pravidla pro akciovou složku portfolia

4.1.1 Diverzifikace portfolia

„Rozdej svůj díl mezi sedm, ba i osm, nevíš, co zlého se na zemi stane.“

Kazatel, 11;2

Co se týče diverzifikace portfolia, doporučuje Benjamin Graham, aby akciové portfolio individuálního investora bylo dostatečně diversifikované, nikoliv však přehnaně. V jeho podání to znamená držet minimálně 10 avšak maximálně 30 různých akciových titulů.²¹

Diverzifikace však není jen nástrojem, který může minimalizovat riziko výběru špatné akcie, ať už chybou výběru způsobenou investorem nebo v důsledku nepředvídatelných událostí. Benjamin Graham zde zdůrazňuje, že diverzifikace rovněž maximalizuje šance investora udělat správné rozhodnutí.²² Diverzifikace můžeme vidět jednak v různých titulech akcií v našem portfoliu, ale také je důležité rozložit tyto tituly mezi různá odvětví, či podle jejich geografického působení, segmentu trhu.

Tento důraz, který Benjamin Graham klade na diverzifikaci (*více než na výběr jednotlivé té nejlepší akcie*) částečně podporuje také Burton Malkiel, profesor ekonomie na Princeton, který pro The Guardian prohlásil:

„Všechny statistické důkazy ukazují, že indexování funguje. Neexistuje žádný důkaz, že ti, kteří si vedou dobře, zůstanou na vrcholu i nadále. Ano, v budoucnosti opět budou Warrenové Buffettové. Ale ani já ani vy nevíte, kdo jimi bude. To nemůžete odvodit z minulosti. Indexování porazí dvě třetiny trhu.“

²¹ Častou kritikou diversifikace v průběhu 90. let bylo, že diversifikace snižuje potenciál vysokého výnosu. Což je samozřejmě pravda, pokud by dotyčný byl schopen najít a identifikovat např. druhý Microsoft, Google, Apple a jim podobné, a vložit poté všechna svá aktiva do jedné akcie.

²² Tento názor je podpořen průzkumem zveřejněným v časopisu Money (Birger, 2002). Tento článek poukázal na skutečnost, že seznam těchto akcií, ze kterých se stanou hvězdy a zhodnotí o tisíce procent je velmi nepředvídatelný. Oproti očekávání mnoha technologických firem v tomto seznamu jsou zde uvedeny společnosti napříč odvětvími např.: Southwest Airlines, Wirthington Steel, diskontní řetězec Dollar General, či výrobce šňupacího tabáku UST Inc.

4.1.2 Bluechip společnosti

Co se týká výběru konkrétních akcií společností, doporučuje Graham, aby konzervativní investor zařazoval do svého portfolia jen velké, prominentní a konzervativně financované společnosti.²³ Dále Graham uvádí dalších 5 doporučení, kterými by se měl investor řídit:

1. Musí jít o finančně zdravou firmu, kdy běžná likvidita je nejméně 1,5 a zadlužení společnosti není větší než 110% čistých oběžných aktiv,²⁴
2. Firma musí vykazovat stabilní zisky, a za posledních 5 let nevykázala záporný výsledek hospodaření.²⁵ V případě vykázané ztráty je důležité sledovat její strukturu, zda pochází z provozní či finanční činnosti firmy.
3. Firma musí vyplácet v běžném období dividendu.
4. Investor by měl sledovat růst zisku společnosti a vyžadovat, aby zisk za loňský rok byl vyšší než před 4 lety.²⁶
5. Takto vybraná akcie by měla být adekvátně oceněná, aby investorovi přinesla očekávaný zisk a vyhnul se nadhodnoceným firmám. Jako kritérium ocenění zde Graham uvádí jako možný přístup nakupovat jen akcie, jejichž cena je nižší než 120% čistých hmotných aktiv.

4.1.3 Dividendová politika

Ve vztahu k dividendové politice doporučuje Graham zařazovat do portfolia jen akcie firem, jež mají dostatečně dlouhou historii vyplácení dividend. Zde Graham uvádí alespoň dvacetiletou nepřerušenu řadu výplat. Dále poukazuje na velký význam reinvestice dividend a jejich růst v dlouhém období. Je pravdou, že výplata dividend je pro společnost odlivem kapitálu, který se projeví snížením tržní hodnoty akcie, avšak profesori účetnictví z University of Columbia (Doron, Ziv, 2001) zjistili, že společnosti, které zvýší dividendu, mají nejen lepší akciové výnosy, ale rovněž, že zvýšení dividend je spojeno s vyšší budoucí ziskovostí v minimálně čtyřech letech následujících po změně dividendové

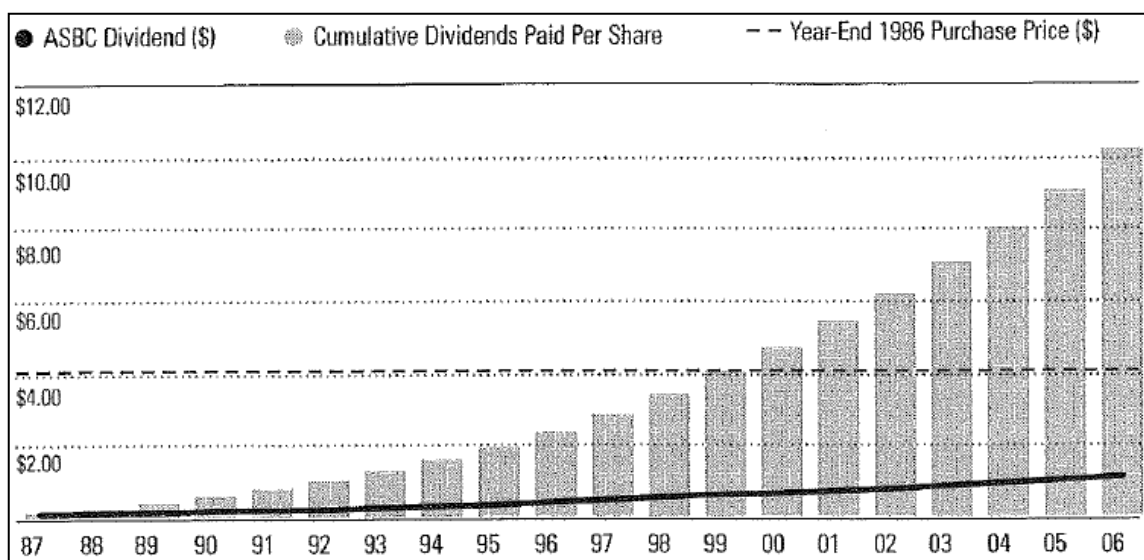
²³ Toto doporučení je velmi blízké definici stále rostoucích společností, jak je definuje Král' (2008, s.57), a přestože jde o do jisté míry neurčitá kritéria, je zde zřejmý obecný smysl takového doporučení.

²⁴ Platí pro průmyslové podniky, pro jiné odvětví se tento ukazatel liší.

²⁵ Firmy a jejich management jsou si vědomy citlivosti investorů na stabilitu zisků a v případě výkyvů může docházet k manipulaci s výsledky hospodaření, což se může projevit v dalším období. Tyto metody se označují jako profit smoothing.

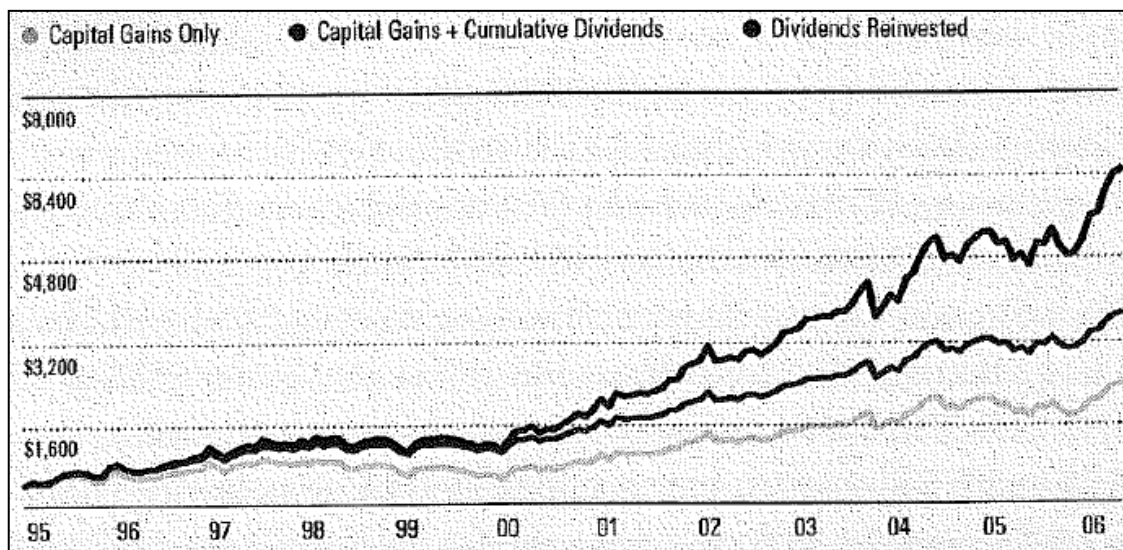
²⁶ Požadavek na růst zisku společností je pochopitelný, odkazem na časový rámec autor pravděpodobně klade důraz na dlouhodobější růst zisků a připouští krátkodobou stagnaci či pokles zisků.

politiky. Vyplacení dividend nezaručuje skvělé výsledky, v každém případě ale vylepší výnos akcie tím, že přelije peníze od managementu k investorovi ještě před tím, než je management promrhá nebo nakupí do obrovských, avšak nevýnosných hromad. V důležitosti tohoto požadavku nás utvrzuje i Peters (2008, s. 18), který poukazuje na význam kumulovaného růstu dividend, jejichž hodnota může v dlouhodobém horizontu (*jako příklad uvádí 20 let*) vysoce přesáhnout původní pořizovací cenu akcie, přičemž na začátku šlo o akcii s dividendovým výnosem mezi 2% a 3%. Toto je dalším pádným argumentem, proč by investor neměl nutně zatracovat akcie s nízkým dividendovým výnosem, a uvažovat zde v dlouhodobém horizontu (obr. 6).



Obrázek 6. Kumulovaný dividendový příjem ASBC (Zdroj: Peters, 2008)

Dalším důležitým principem dlouhodobého investování do dividendových titulů, který Graham zastává, je reinvestice dividend. V tomto jej podporuje také Peters (2008, s. 20). Ten poukazuje (*kromě toho, jak velký je rozdíl mezi pouhým kapitálovým ziskem a kombinací kapitálového a dividendového zisku*) také na závratný rozdíl ve výnosnosti investice, pokud jsou dividendy v dlouhodobém horizontu (*mluvíme o období alespoň 10 let a více*) reinvestovány (obr. 7.).



Obrázek 7. Vliv reinvestice dividend (Zdroj: Peters, 2008)

4.2 Správa portfolia

V podání Benjamina Grahama je investování v první řadě dlouhodobou a soustavnou činností, orientovanou na budování hodnoty a pasivního příjmu. Investování je podle Grahama (2009, s. 310) složeno ze tří klíčových elementů:

1. Dříve než investor akcie nakoupí, musí podnik důkladně analyzovat a zhodnotit rozumnost jeho podnikání.
2. Investor se musí pečlivě chránit před velkými ztrátami.
3. Investor se musí snažit dosáhnout „přiměřené“, nikoliv mimořádné výkonnosti.

Graham zde striktně rozlišuje mezi spekulací a investicí. Přičemž připouští, že existuje i racionální spekulace, nicméně pro spekulace doporučuje vedení samostatného portfolia, kde budou odděleny spekulace od investic. Jeho pohled na investování je velmi výstižný: „Burza je jako kyvadlo, které bude vždy kmitat mezi neudržitelným optimismem, který dělá z akcií předražené zboží a neopodstatněným pesimismem, který naopak podtíná jejich skutečnou hodnotu. Inteligentní investor je realista, který nakupuje od pesimistů a prodává optimistům.“²⁷

²⁷ Vidíme zde významný rozdíl mezi pohledem Benjamina Grahama a metodou CAPM. Z pohledu Benjamina Grahama je tato akcie tím lákavější, čím více spadne dolů – je tím levnější a nabízí vyšší výnos. (Za předpokladu, že jde o fundamentálně zdravou akcii, kterou jsme dříve podrobili analýze.) Avšak model CAPM by takovou akcii označil za více rizikovou v důsledku velké volatility.

Benjamin Graham radí, aby investor nikdy nedržel více než 75% portfolia v akciích, ale kombinoval akcie s dluhopisy. Připouští však, že existuje úzká skupina investorů, pro které může mít i 100% akciové portfolio racionální smysl. Uvádí zde tato základní kritéria:²⁸

1. Investor má dostatek hotovosti, aby dokázal uživit sebe a celou rodinu po dobu minimálně jednoho roku.
2. Investor zamýšlí plynule investovat po dobu minimálně příštích dvaceti let.
3. Jde o psychicky odolného investora vůči průběžným ztrátám.

4.2.1 Dollar-cost averaging

„Kdo příliš dá na vítr, nebude sít, kdo hledí na mraky, nebude sklízet.“

Kazatel, 11;3

Zásadním pilířem investiční strategie Benjamina Grahama je dlouhodobost a soustavnost, tedy pravidelné investování. Velmi podobný přístup má metoda označovaná jako **dollar-cost averaging**, spočívá v pravidelném investování určité fixní částky. Tato metoda pomáhá investorovi překonávat výkyvy trhu tak, že pokud je cena akcií vysoká, nakoupí za fixní částku menší počet akcií a naopak, pokud jsou ceny akcií naopak nízko, nakoupí investor za fixní částku větší počet akcií. Tento systém automaticky balancuje nákupní cenu akcií. Vztáhneme-li tento princip na Grahamův přístup, budeme nakupovat pravidelně za fixní částku, nicméně ne jeden titul, ale vždy jeden z předem vybraných titulů akcií, který bude aktuálně levný nebo podhodnocený a bude splňovat pravidla diverzifikace. Touto metodou bude oproti původní strategii, která průměruje cenu jedné akcie, v dlouhém období průměrován hospodářský cyklus a poskytne investorovi potřebnou stabilitu.

²⁸ Všechna níže uvedená kritéria směřují k tomu, aby byl investor schopen přežít i období volatility a poklesů, kdy nebude moct realizovat zisk z prodeje akcií, případně vydrží investovat 20 let, aby překonal případné dlouhodobé výkyvy hospodářského cyklu. Ve třetím bodě je kladen důraz na psychickou odolnost vůči průběžným ztrátám, protože i když jsou splněny předchozí dva body a investor hotovost ani nepotřebuje, a navíc může kontinuálně investovat, musí být i v dlouhodobé negativní náladě na trhu odhodlán a dlouhodobě se touto strategií řídit.

5 MĚŘENÍ VÝNOSNOSTI AKCIÍ

Investice do akcií mohou investorům přinést dvě různé formy výnosů,²⁹ a sice:

- Dividendy – jako podíl na zisku společnosti.
- Kapitálový výnos – plyne ze zvýšení ceny akcie během doby držení.

5.1.1 Běžná výnosnost akcie

Je nejjednodušším ukazatelem vyjadřujícím výnosnost investice do akcie za dobu její držby. Tuto Radová (2003, s. 228) definuje následovně:

$$r_B = \frac{D}{P_0}$$

kde: r_B - běžná výnosnost akcie
 D - obdržená dividenda na akcii
 P_0 - cena, za kterou byla akcie pořízena

5.1.2 Celková výnosnost akcie

Oproti běžné výnosnosti v sobě celková výnosnost akcie zahrnuje kromě výnosu z dividend také kapitálový výnos, proto je přesnější, Radová (2003, s. 228) uvádí tento vzorec pro její výpočet:

$$r_C = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$$

kde: r_C - celková výnosnost akcie
 D - obdržená dividenda na akcii
 P_0 - cena, za kterou byla akcie pořízena
 P_1 - cena, za kterou byla akcie prodána

²⁹ Respektive jde o tři formy, třetí formou je případný příjem z prodeje či realizace předkupních práv, nicméně zde nejde o žádný další příjem, protože při jeho realizaci cena akcie o hodnotu předkupního práva klesá.

5.1.3 Celková výnosnost akcie na roční bázi

Pro potřebu srovnání je často potřeba přepočítat výnosnost akcie na stejný časový úsek, zde zpravidla používáme roční období. Zde můžeme podle Radové (2003, s. 230) použít dva přístupy, a sice s využitím **jednoduchého úročení**, kdy vycházíme z předpokladu, že danou investici můžeme za zcela shodných podmínek opakovat, a že pro opakovanou investici bude použit opět pouze původní investovaný kapitál a výnosy nebudou reinvestovány. Oproti tomu přístup **složeného úročení** vychází z předpokladu, že reinvestován bude celý kapitál z uskutečněné investice, tedy s původní investicí i kapitálový a dividendový výnos.³⁰

5.1.3.1 Jednoduché úročení

Vzorec pro výpočet celkové výnosnosti akcie na roční bázi s využitím přístupu jednoduchého úročení Radová (2003, s. 229) uvádí:

$$r_{cp.a.} = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0 \times n}$$

5.1.3.2 Složené úročení

Radová (2003, s. 230) uvádí pro výpočet celkové výnosnosti akcie na roční bázi s využitím přístupu složeného úročení následující vzorec:

$$r_{cp.a.} = \sqrt[n]{\frac{P_1 + D}{P_0}} - 1$$

kde: $r_{cp.a.}$ - celková výnosnost akcie na roční bázi

n - doba držení akcie v letech

D - obdržená dividenda na akcii

P_0 - cena, za kterou byla akcie pořízena

P_1 - cena, za kterou byla akcie prodána

³⁰ Jde pouze o teoretickou možnost. V praxi není možné investici se stejnými parametry opakovat. Tato výnosnost přepočítaná na roční bázi je tedy jen teoretickou hodnotou.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 PROFIL INVESTORA

6.1 Investor

Investorem je podnikatel středního věku, jenž má základní znalosti o kapitálovém trhu. Veškerá svá aktiva (podnikání, bydlení) má v České republice. Investuje přebytečné prostředky z podnikání za účelem vytvoření pasivního příjmu na důchod v horizontu více než 15 let.

6.1.1 Rizikový profil

Investor má přehled o základních principech fungování kapitálového trhu. Doposud má investor zkušenosti s investováním přímo na akciovém trhu, převážně v České republice. Zkušenosti s obchodováním má méně než 1 rok, přičemž frekvence obchodování byla alespoň jeden obchod za měsíc.

Investiční horizont

Na kapitálovém trhu chce investor investovat finanční zdroje, na kterých není existenčně závislý, přičemž jejich použití plánuje v důchodovém věku. Na investování neplánuje použít prostředky z půjčky případně z jiných cizích zdrojů. Investované prostředky nebude investor potřebovat déle než 5 let.

Vnímání rizika

Investorovi nevadí krátkodobý pokles investice, ale očekává vyšší zhodnocení v porovnání s termínovanými vklady. Je ochoten smířit se i s několikaměsíčním poklesem hodnoty investice za cenu vyššího zhodnocení v budoucnosti. V případě poklesu hodnoty investice nechce investor reagovat unáhleně, neboť si je vědom, že se většinou jedná o poklesy, které jsou v delším horizontu kompenzovány novým růstem. Případné poklesy hodlá využít k navýšení své investice v době, kdy jsou ceny cenných papírů relativně nízké.

Finanční prostředky

Předpokládaná výše investované peněžní částky je 3-5mil. Kč v horizontu 15 let. Zdrojem investorova příjmu je podnikání a v menší míře také pasivní příjmy z pronájmu. Celkové roční příjmy činí více než 600 tis. Kč ročně, přičemž závazky plnění v pravidelných splátkách jsou nevýznamné v porovnání s příjmy. Hodnota investorova majetku je více než 5 mil. Kč. Své investice hodlá investor realizovat z důvodu dlouhodobé stagnace podnikání a přebytku finančních prostředků.

6.1.2 Analýza profilu investora

Z informací uvedených v profilu můžeme investorovi přiřadit konzervativní až vyvážené charakteristiky. Na stupnici od 1 do 5, kde 1 je velmi konzervativní a 5 je agresivní, odpovídá rizikovému profilu 3. Znamená to, že investor je obeznámen se skutečností, že investice s sebou přinášejí rizika úměrná výnosu, a že výnosy jsou vykoupены volatilitou aktiv. Jeho finanční stav mu dovoluje přijímat vyšší než velmi konzervativní riziko. Skutečnost, že peníze nebude potřebovat delší dobu a o investici přemýšlí v dlouhém horizontu, je v souladu se zamýšlenou investicí do akcií.

6.2 Investiční strategie

6.2.1 Volba investiční strategie

K rizikovému profilu investora na úrovni vyvážený až konzervativní byla po dohodě s investorem vybrána akciová strategie s následujícími parametry. Do portfolia budou vybírány zpravidla nadnárodně působící firmy, spadající pod definici bluechip. Tedy velké, stabilní firmy, lídři svého odvětví se stabilním růstem tržeb na úrovni kolem 5%. Důležitým faktorem bude výše dividendového výnosu těchto firem. Tyto velké firmy, které by měly svým růstem, odolností vůči hospodářskému cyklu a dividendovým výnosem poskytovat portfoliu určitou míru stability a zachovávat hodnotu investovaných finančních prostředků, budou doplněny o firmy s nižší kapitalizací, které nemusí nutně dosahovat globálních rozměrů, avšak nabízejí vyšší potenciál růstu a vyšší dividendový výnos. Tato složka přinese do portfolia dynamiku spojenou s očekávaným vyšším výnosem, přičemž s tím spojená volatilita by měla být mírněna složkou bluechip firem. Poměr mezi těmito složkami by měl být balancován mezi 60 – 80 % portfolia ve prospěch stabilní složky.

Financování portfolia by mělo spočívat v pravidelných měsíčních nákupech, tak aby během 10 let bylo v portfoliu investováno cca 3 mil. Kč. To znamená měsíční nákupy ve výši 25 000 Kč. Tento plán je jen hrubým nástinem, který bude muset respektovat jak dostupnost finančních prostředků ze strany investora, tak požadavky na velikost nakoupené pozice. Proto nebude považováno za odklon od této strategie, pokud bude nákup akcií o měsíc odložen a následný nákup bude odpovídat dvojnásobku, případně bude pro potřebu menších pozic investovaná částka rozdělena. Slučování těchto nákupů je v zájmu dosažení úspory vzniklé z rozpočítání fixního poplatku brokerovi za zobchodovaný pokyn.

Veškeré dividendy plynoucí z portfolia (*a případné výnosy z prodeje pozic*) budou minimálně prvních 10 let reinvestovány, pro dosažení vyšší výnosnosti z investovaného kapitálu.

Pro dosažení přiměřené diversifikace by mělo cílové portfolio obsahovat 20 – 30 akcií. Vzhledem k postupnému financování portfolia, nebude pochopitelně možné dosáhnout této diversifikace hned z počátku, proto budou v první fázi vybírány akcie bluechip firem, v druhé fázi budou rozšířeny o tituly s růstovým potenciálem a v třetí fázi již bude portfolio balancováno v rámci požadované diversifikace. Veškeré pozice budou vybírány s dlouhodobým horizontem, nepůjde tedy o soustavné nakupování a uzavírání pozic, avšak o dlouhodobé držení a případné dokupování.

Zaměření na velké nadnárodní firmy, předurčuje tuto strategii k obchodování na vyspělých světových trzích, v tomto případě volíme americké burzy NYSE a NASDAQ, které poskytují kromě amerických společností také crosslisting velkého množství zahraničních firem. Rozhodnutí pro dolarové portfolio přispívá také skutečnost, že všechny svá dosavadní aktiva má klient alokována v České republice, a proto bude investování v zahraničí pro investora přínosem ve smyslu geografické diverzifikace aktiv.

6.2.2 Cíle investiční strategie

Tato investiční strategie nemá za cíl předvídat, který sektor bude příštím nejvýnosnější, naopak cílem je vytvořit stabilní portfolio málo závislé na hospodářském cyklu, napojené především na produkty denní potřeby na spotřební zboží, potraviny a služby, zachovávající hodnotu, poskytující rozumný pasivní příjem z dividend a přiměřeného kapitálového růstu. Ideálním cílem je dosáhnout stabilního ročního výnosu přes 7%, tak aby portfolio během deseti let zdvojnásobilo svou hodnotu. Dílčím cílem je dopracovat se během tří let k portfoliu, které bude dostatečně diversifikované, stabilní a bude čítat mezi 15 a 20 tituly. Cílové portfolio bude budoucímu investorovi v penzi umožňovat realizovat zisk na jednotlivých titulech jejich prodejem, a poskytovat dividendový příjem.

6.2.3 Volba brokera

Jako broker, který zprostředkuje přístup na burzu, byla vybrána Fio banka, a.s.. Přestože by pro obchodování na americké burze byl jednoznačně levnější americký broker, transakční náklady spojené s měsíčními převody na obchodní účet by byly neúměrně vysoké, a proto byl vybrán český broker. Další nespornou výhodou českého brokera je pro investora

kompletní dokumentace a podpora v rodném jazyce, stejně jako dostupnost poboček pro případné hotovostní vklady.

Výběr brokera probíhal mezi těmito čtyřmi společnostmi: PatriaDirect, a.s., Fio banka, a.s., Atlantik finanční trhy, a.s., BrokerJet České spořitelny a.s.. Důležitým kritériem pro výběr brokera je poplatková politika. V tomto parametru nejlépe vychází Fio banka, a.s.. Základní poplatek za obchodování na americkém trhu ve výši 8,85 USD je nižší než u konkurence. (*Patria 14,90 USD, BrokerJet 11,95 USD, Atlantik 0,3% - minimálně však 20 USD za pokyn*) Dalším důležitým kritériem je pro daného investora široká síť poboček. Tomuto požadavku nejlépe vyhovují Fio banka a BrokerJet České spořitelny. Vzhledem k nižším poplatkům byla nakonec vybrána Fio banka.

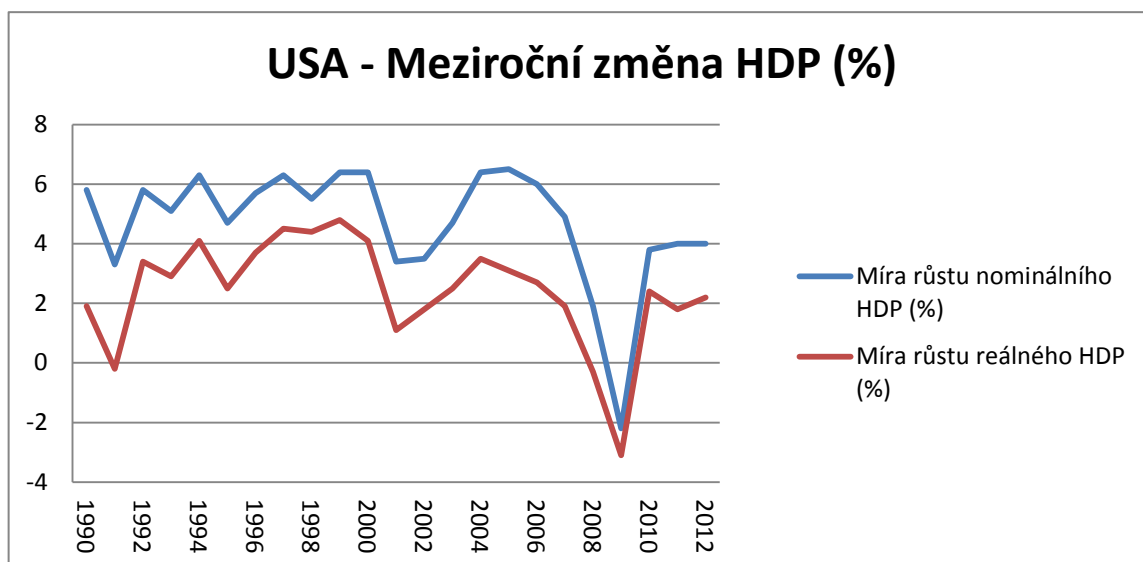
Vzhledem k technické nenáročnosti pozičního obchodování, které je předmětem zvolené investiční strategie, je jednoduchá platforma Fio banky, a.s. plně dostačující, výhodou jsou i bezplatně poskytovaná data (*byť o 15 minut opožděná*). Obchody v rámci investiční strategie budou na trh zadávány zpravidla formou limitních příkazů, není zde tedy problém se zpožděnými daty. Výhodou je vedení investičního účtu u tohoto brokera zdarma (*Ovšem platí se poplatky CDCP*)

7 ANALÝZA

7.1 Globální analýza stavu ekonomiky USA

7.1.1 Ekonomika

Po výrazném propadu produkce v roce 2009 přišlo rychlé obnovení. Nicméně tento růst produkce je výrazně nižší než v období před krizí. Výrazný je rozdíl mezi mírou růstu reálného a nominálního HDP. V důsledku inflace je tento rozdíl nejmarkantnější při pohledu na vývoj za rok 2011, kdy míra růstu nominálního HDP vykázala růst oproti roku 2010, zatímco míra růstu reálného HDP poklesla pod 2%.³¹ Trend vývoje produkce není jednoznačný a ekonomické oživení se nedá označit za stabilní.

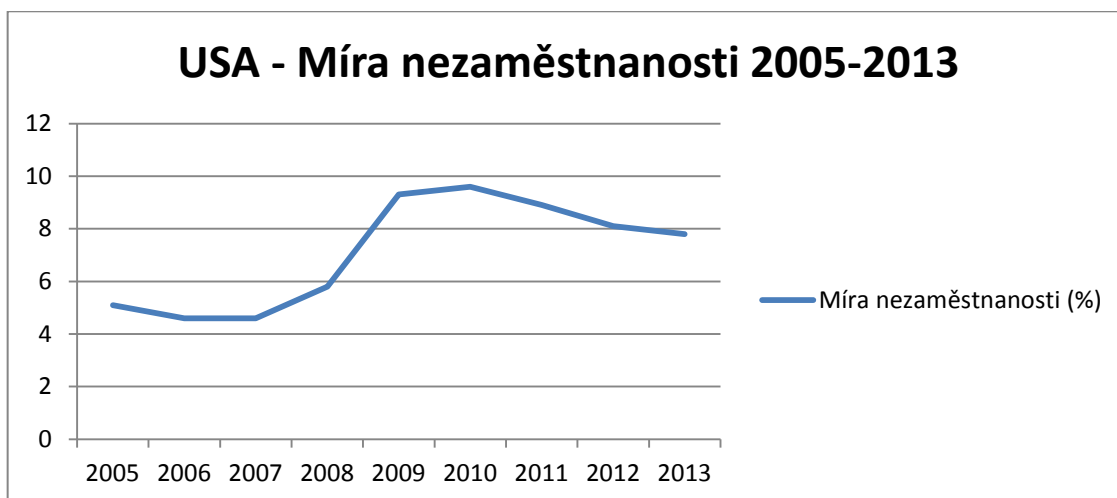


Obrázek 8. USA – Roční změna HDP 1990-2013 (Vlastní zpracování)

V roce 2009 můžeme vidět také dramatický nárůst nezaměstnanosti z předkrizových 4,6% až na 9,6% v průběhu roku 2010. Nicméně poslední data z trhu práce ukazují, že nezaměstnanost se ve Spojených státech podařila snížit pod významnou hranici 8%, když údaje z prvního kvartálu 2013 udávají příznivějších 7,6%. Tento vývoj hodnotím velmi pozitivně, když pokles v nezaměstnanosti vykazuje stabilní data a od maxim v roce 2010 pozorujeme jednoznačný klesající trend. Tyto údaje podporují očekávání růstu HDP a jsou

³¹ Zdroj dat: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

v souladu s ukazatelem vývoje HDP. S přihlédnutím k údajům z trhu práce již růst HDP nevypadá tak křehce.³²

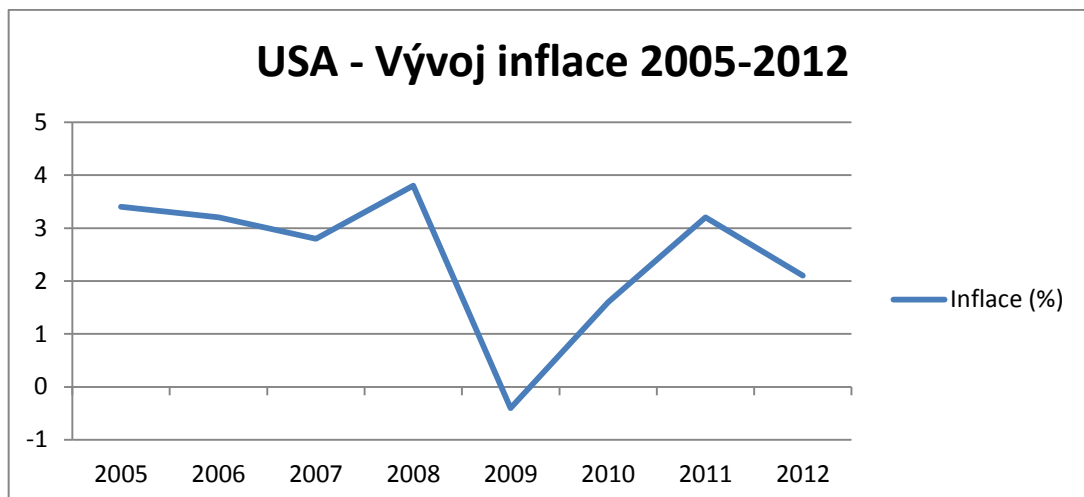


Obrázek 9. USA – Míra nezaměstnanosti 2005-2013 (Vlastní zpracování)

Pohled na vývoj inflace koresponduje s předchozími dvěma ukazateli produkce a nezaměstnanosti. Výrazný propad ekonomiky v roce 2009 zastavil růst indexu spotřebitelských cen, když jeho průměr za rok 2009 udával -0,4% a hrozil deflačním prostředím. V průběhu roku 2010 a 2011 vidíme prudký růst inflace na 3,2% způsobený také monetární politikou centrální banky. Kvantitativní uvolňování ve svých třech vlnách mezi lety 2009 a 2013 výrazně oslabilo dolar. Toto ilustruje pokles dolarového indexu vůči koši měn z hodnoty 85 v roce 2009 na současných 75. Růst inflace a také programy kvantitativního uvolňování vysvětlují zvětšující se rozdíl mezi tempem růstu nominálního a reálného HDP.³³

³² Zdroj dat: U.S. Department of Labour, Bureau of Labour Statistics

³³ Zdroj dat: U.S. Department of Labour, Bureau of Labour Statistics

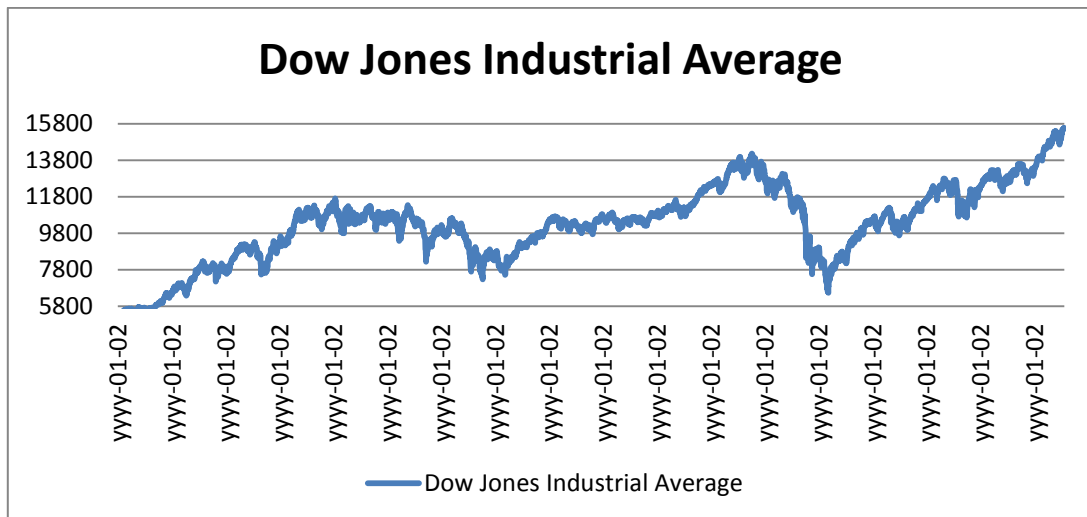


Obrázek 10. USA – Vývoj inflace 2005-2012 (Vlastní zpracování)

7.1.2 Kapitálové trhy

Pro analýzu kapitálového trhu budeme používat data akciového indexu DJIA (*Dow Jones Industrial Average*). Od roku 1996 pozorujeme růstový trend, který dosahuje svých maximálních hodnot na úrovni 14093 bodů v roce 2008. Poté následuje výrazný pokles a index ztrácí přes 50% své hodnoty, když se během roku 2009 obchoduje nejnižší od roku 1997, okolo 6600 bodů. Od tohoto minima vidíme opět stabilní a silný růst, když se v roce 2013 index dostává na svá nová maxima na úrovni 15560 bodů.³⁴ Tento růst reflektuje kromě skutečného růstu ekonomiky také pozitivní výhled centrální banky. Významným prvkem umožňující tento růst je do značné míry rostoucí peněžní nabídka ze strany centrální banky, čímž je zvyšována likvidita na trhu.

³⁴ Zdroj dat: Federal Reserve Bank of St. Louis



Obrázek 11. Vývoj DJIA - Dow Jones Industrial Average (Vlastní zpracování)

Politiku levných peněz můžeme také sledovat na základní *overnight* úrokové sazbě, označovanou jako *Federal Funds Rate*. Tato základní úroková sazba, za kterou si vzájemně půjčují banky mezi sebou, má významný vliv na různé produkty finančního sektoru, jako jsou hypotéky nebo úvěry. Můžeme zde vidět, jak FED tuto úrokovou sazbu citelně snižoval již před krizí, když 18. září 2009 začal tuto úrokovou sazbu postupně snižovat z původních 4,75% až na 1,5% v říjnu roku 2008 a dále v prosinci 2008 na současných 0,25%.³⁵ Spolu s operacemi kvantitativního uvolňování jde o jednoznačné kroky expanzivní monetární politiky.



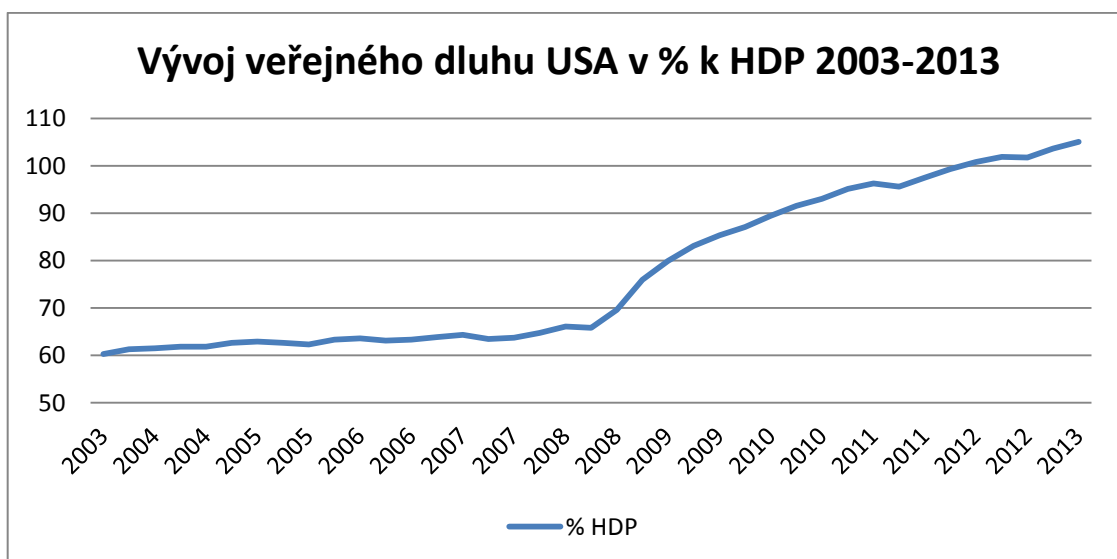
Obrázek 12. USA – Vývoj základní úrokové sazby (Vlastní zpracování)

³⁵ Zdroj dat: Federal Reserve Bank of St. Louis

7.1.3 Zadlužení

Velmi znepokojujícím je trend vývoje zadlužení USA. Je logickým výsledkem souběžného poklesu produkce a zvyšování státních výdajů ve Spojených státech. Do krize v roce 2009 vidíme pozvolný nárůst celkového veřejného dluhu ze 60% HDP v roce 2003 na 70% v roce 2008. V důsledku propadu produkce vidíme nárůst o 10% v roce 2009 na celkových 80% HDP. K dnešnímu datu dosahuje celkový veřejný dluh USA zhruba 105% HDP. Vývoj vládního dluhu, jenž je součástí veřejného dluhu, má stejný rostoucí trend. Státní dluh USA dosahoval v roce 2011 67,8 % HDP. Zvláště růst státního dluhu může být v budoucnosti velkým problémem. Přestože jde o negativní vývoj, výnos desetiletých amerických státních dluhopisů klesá. Jejich výnos klesl v prosinci 2012 na 1,8%. Tato skutečnost, že jejich výnosnost klesá i přes rostoucí zadlužení emitenta, ukazuje na důvěru investorského světa v americký dolar, nicméně značný vliv zde má také operace „Twist“ centrální banky.

Očima ratingových agentur jsou Spojené Státy Americké hodnoceny následovně. Standard & Poor's uvádí v červnu 2013 hodnocení AAA – tedy nejvyšší možné a mění výhled na stabilní, když předtím v roce 2011 snížili hodnocení na AA-plus. Agentura Fitch udělila v lednu 2013 nejvyšší hodnocení AAA se stabilním výhledem. Agentura Moody's udělila nejvyšší hodnocení Aaa (*Fitch a Moody's v průběhu roku 2011 přiřadili k tomuto hodnocení negativní výhled.*)



Obrázek 13. Vývoj zadlužení USA v % k HDP 2003-2013 (Vlastní zpracování)

7.2 Analýza vybraných firem

Investiční portfolio v sobě zahrnuje 18 akciových titulů. Vzhledem k rozsahu diplomové práce uvádím níže analýzy pěti investic na těchto titulech: **Avon, Caterpillar, Intel, Merck, McDonald's**.

Pro výpočet vnitřní hodnoty je použita dividendová diskontní metoda s parametrem očekávaného růstu dividend v budoucnosti. Jako střízlivý **odhad budoucí výše dividendy** je vždy použita historická hodnota dividendy z předchozího roku. **Diskontní úroková sazba** je vždy použita na úrovni 7%, což je investorem požadované minimální zhodnocení. Jako **míra očekávaného růstu** dividend v budoucnosti dosazujeme 2 – 4 %, v závislosti na odvětví. Toto očekávání vychází z předpokladu zachování výplatního poměru, a je záměrně významně podhodnoceno, když průměrný dlouhodobý meziroční růst dividend společností obsažených v Dow Jones Industrial Average je v horizontu 5 let 6,7%, v horizontu 10 let 8.8% a v horizontu 25 let 8,09%.³⁶ V našem výpočtu je tento parametr úmyslně podhodnocen.

Za účelem optimalizace vstupu do pozice bylo přihlédnuto také k technické analýze. Kritériem pro nákup zde bylo, aby se akcie obchodovala na významném supportu, případně trendové linii. V nákupech jsme se vyhýbali akciím na historických maximech. Cílem takových kritérií pro vstup do pozice je snížení rizika volatility trhu.

Z pohledu finanční analýzy sledujeme stabilitu tržeb a zisku. Důležitým faktorem je zisková marže, zde porovnáváme ziskovou marži s konkurencí napříč odvětvím. Požadavek investiční strategie na konzervativně financované společnosti ověřujeme z rozvahy, sledujeme celkovou míru zadluženosti při současném porovnání s odvětvím.

³⁶ Podle databáze Datastream, ©2013 Thomson Reuters Corp.

7.2.1 Avon Products, Inc.

Dne 11. 1. 2011 bylo do portfolia nakoupeno 115 kusů akcií AVP za 17,86 USD v celkové hodnotě 2053 USD. P/E k uvedenému datu odpovídalo hodnotě 13,1 a očekávaný dividendový výnos byl roven 5,15%. Akcie byla do portfolia zařazena jako dynamická složka. Od té doby se cena akcie dostala na dnešní hodnoty okolo 23 USD. Tento nárůst představuje průběžný výnos 33% (je zahrnut i dividendový výnos plynoucí z této pozice), přestože v roce 2012 došlo vlivem špatných hospodářských výsledků ke snížení dividendy.

Základní údaje: Avon Products, Inc. je globálně působící firmou. Zařazením spadá do spotřebního sektoru odvětví kosmetiky a osobní spotřeby. Vyrábí a prodává kosmetické a související produkty. Firma má přes 39 tis. stálých zaměstnanců. Od konkurence ji odlišuje přímá forma prodeje. Tržní kapitalizace firmy je 10,1 mld. USD, což je 10 krát méně než leader odvětví Unilever.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie:

$$VH = \frac{d_1}{r - g} = \frac{0,92 \text{ USD}}{0,07 - 0,02} = 18,39 \text{ USD} > 17,86 \text{ USD}$$

Grafická analýza: Z hlediska technické analýzy se v oblasti, kde jsme nakupovali, nacházela silná úroveň podpory. Graf vývoje ukazuje technický potenciál pro růst akcie k úrovni okolo 30 USD. Možným rizikem je, že se trhu nepodaří překonat klesající trendovou linii z maxim roku 2008.



Obrázek 14. Vývoj ceny akcie AVP 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)

Finanční analýza:

Výsledky hospodaření v letech 2009 a 2010 vykazují mírný růst v oblasti tržeb, nicméně pokles sledujeme na úrovni čistého zisku a o 0,5% klesá také zisková marže. Naopak provozní marže zůstává konstantní. Výrazný pokles na úrovni čistého i provozního zisku nastává v roce 2011 a dále v roce 2012, kdy firma svým podnikáním generuje čistou ztrátu.

Tabulka 1. Avon - Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)

Analýza zisku a ztrát				
	2012	2011	2010	2009
Tržby (mil USD)	10717,10	11291,60	10862,80	10205,20
Čistý zisk (mil USD)	-42,50	513,60	605,90	625,90
Zisková marže (%)	-0,40%	4,55%	5,58%	6,13%
Provozní zisk (mil USD)	314,8	854,6	1073,1	1005,6
Provozní marže (%)	3%	8%	10%	10%

Míra celkového zadlužení ukazuje mírný nárůst z 36% v roce 2009 na 43% v roce 2012. S touto hodnotou zadlužení, můžeme firmu řadit ke konzervativně financovaným. Nicméně v rámci odvětví je to ve srovnání s konkurencí na horní hranici, jelikož leaderei v odvětví se pohybují mezi 25% a 35% celkové zadluženosti. Vzhledem k historicky nízkým úrokovým sazbám, může být navýšení dluhu dobrou příležitostí k rozvoji firmy.

Tabulka 2. Avon – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)

Analýza Rozvahy				
	2012	2011	2010	2009
Aktiva celkem (mil USD)	7382,5	7735	7873,7	6823,4
Cizí kapitál celkem (mil USD)	3195,9	3308,4	3136,2	2445
Míra celkové zadluženosti (%)	43%	43%	40%	36%

Na provozní úrovni firma stále dokáže generovat peněžní prostředky. Negativně hodnotím sestupnou tendenci tohoto ukazatele.

Tabulka 3. Avon – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)

Analýza Cash Flow				
	2012	2011	2010	2009
Provozní cash flow (mil USD)	556,10	655,80	702,00	782,00
Investiční cash flow (mil USD)	-213,70	-268,90	-1034,40	-218,90
Finanční cash flow (mil USD)	-401,30	-284,50	234,40	-361,80

7.2.2 Caterpillar Inc.

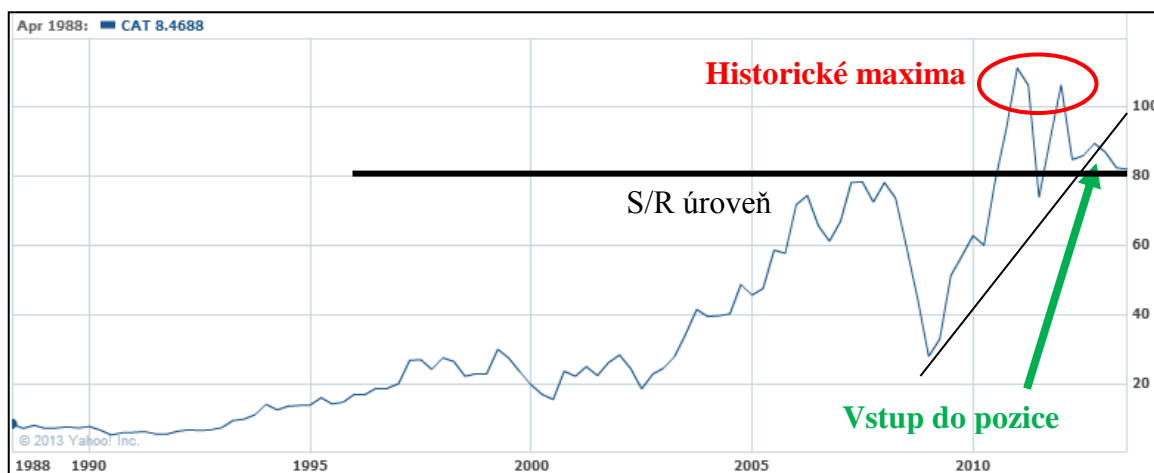
Dne 28. 5. 2013 bylo do portfolia nakoupeno 18 ks akcií CAT za cenu 87 USD v celkovém objemu 1566 USD. Poměr P/E k danému datu vykazoval na daný sektor příznivou hodnotu 13,73. Při očekávání zachování dřívější úrovně dividendy nabízela akcie při dané ceně očekávaný dividendový výnos 2,94%. Akcie byla do portfolia zařazena jako součást růstové složky. Akcie byla pořízena při významném propadu, kdy se na trhu obchodovala blízko naší odhadované vnitřní hodnoty. Akcie jsou v portfoliu jen krátce, přičemž v současnosti (červenec 2013) se obchodují na úrovni 82 USD, což pozici staví do průběžné ztráty ve výši 6,15%. Tato ztráta odpovídá riziku spojenému s volatilitou trhu.

Základní údaje: Caterpillar je globální firmou, která svým působením spadá do sektoru průmyslového zboží, odvětví výroby zemědělských a stavebních strojů. Firma má téměř 125 tis. zaměstnanců. Vyrábí stavební stroje, diesel elektrické lokomotivy, důlní zařízení, průmyslové plynové turbíny a další. Tržní kapitalizací 54 miliard USD patří k největším ve svém odvětví a splňuje definici bluechip.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie:

$$VH = \frac{d_1}{r - g} = \frac{2,55 \text{ USD}}{0,07 - 0,04} = 85,26 \text{ USD} < 87 \text{ USD}$$

Grafická analýza: Na grafu vývoje vidíme významný pokles, kdy akcie sestoupila ze svých historických maxim na úrovni 115 USD o více než 25% níže na úrovně okolo 80 USD. Tato pozice se z pohledu technické analýzy jeví jako vhodný vstup na supportu v rostoucím trendu.



Obrázek 15. Vývoj ceny akcie CAT 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)

Finanční analýza

Výkaz zisku a ztrát Caterpillaru je ukázkou toho, jak by měl vypadat výkaz bluechipové akcie. Všechny sledované parametry hodnotím na výbornou, když firma vykazuje stálý růst na všech úrovních. Firmě se daří navyšovat tržby, zároveň díky růstu ziskové marže roste čistý zisk. Takto dobré výsledky a především stabilní růstový trend na těchto ukazatelích do jisté míry ospravedlňují nákup mírně nadhodnocené akcie.

Tabulka 4. Caterpillar – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)

Analýza zisku a ztrát				
	2012	2011	2010	2009
Tržby (mil, USD)	65875,00	60138,00	42588,00	32396,00
Čistý zisk (mil, USD)	5681,00	4928,00	2700,00	895,00
Zisková marže (%)	8,62%	8,19%	6,34%	2,76%
Provozní zisk (mil, USD)	8571	7148	3960	565
Provozní marže (%)	13%	12%	9%	2%

Rozvahu hodnotím velmi pozitivně, když vidíme významný růst aktiv při jen mírném zvýšení celkové míry zadluženosti v řádech jednotek procent mezi léty 2010 a 2012. Pozitivně hodnotím také snížení podílu cizího kapitálu na aktivech v roce 2010 téměř o 10 procent. Míra celkové zadluženosti na úrovni 45% je pro odvětví běžná, když konkurenční firmy mají tyto hodnoty až na úrovni 60%. Firma je konzervativně financovaná.

Tabulka 5. Caterpillar – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)

Analýza Rozvahy				
	2012	2011	2010	2009
Aktiva celkem (mil, USD)	89356	81446	64020	60038
Cizí kapitál celkem (mil, USD)	40143	34592	28418	31631
Míra celkové zadluženosti (%)	45%	42%	44%	53%

Hodnoty peněžních toků nevykazují ve sledovaném období žádný trend. Pozitivní je stále kladná hodnota provozního cash flow.

Tabulka 6. Caterpillar – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)

Analýza Cash Flow				
	2012	2011	2010	2009
Provozní cash flow (mil, USD)	5241,00	7010,00	5009,00	6499,00
Investiční cash flow (mil, USD)	-6190,00	-11427,00	-1595,00	846,00
Finanční cash flow (mil, USD)	3549,00	3966,00	-4613,00	-5215,00

7.2.3 Intel Corporation

Dne 19. 8. 2010 bylo do portfolia pořízeno 50 kusů akcií INTC při ceně 18,97 USD v celkovém objemu 948 USD. Při této ceně vykazovala akcie P/E na úrovni 21,3 což je na horní hranici přijatelnosti, které je však v kontextu technologického sektoru a postavení firmy přijatelné. Očekávaný dividendový výnos při zachování historické výše dividendy je 2,9%. Celková pozice v Intelu tak byla navýšena na 125 ks s průměrnou nákupní cenou 19,27 USD. Intel je vzhledem ke svému výsadnímu postavení na trhu a své velikosti zařazen do portfolia jako součást stabilní složky. Od té doby vykázaly akcie Intelu významný růst, když se v současnosti (červenec 2013) obchodují na úrovni 23,3 USD, což pro celkovou pozici znamená výnos na úrovni 30,6% (je zahrnut i dividendový výnos plynoucí z této pozice).

Základní údaje: Intel je americká technologická firma, její hlavní činností je vývoj a výroba procesorů, čipů a komponent pro výpočetní techniku. Jde o skutečný bluechip a leadera v odvětví, který svou kapitalizací 115 mld. USD několikanásobně převyšuje konkurenci (AMD).

Výpočet vnitřní hodnoty akcie:

$$VH = \frac{d_1}{r - g} = \frac{0,55 \text{ USD}}{0,07 - 0,04} = 18,33 \text{ USD} < 18,97 \text{ USD}$$

Grafická analýza: Z pohledu technické analýzy se nákup na úrovni jeví jako dobrý vstup na supportu těsně pod významnou hranicí 20 USD. Vidíme zde také rostoucí kanál, kde cena okolo 19 USD leží na rostoucí trendové linii z minima roku 2009.



Obrázek 16. Vývoj ceny akcie INTC 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)

Finanční analýza

Výkaz zisku a ztrát hodnotím pozitivně, když společnost vykazuje na všech úrovních dobré hodnoty. Vysoká zisková marže, která se po roce 2009 zvýšila až nad 20% je charakteristikou tohoto odvětví s vysokou přidanou hodnotou. Pozitivní je také nastartovaný růstový trend na úrovni tržeb, čistého a provozního zisku od roku 2009.

Tabulka 7. Intel – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)

	2012	2011	2010	2009
Tržby (mil USD)	53341,00	53999,00	43623,00	35127,00
Čistý zisk (mil USD)	11005,00	12942,00	11464,00	4369,00
Zisková marže (%)	20,63%	23,97%	26,28%	12,44%
Provozní zisk (mil USD)	14638	17345	15463	5490
Provozní marže (%)	27%	32%	35%	16%

Rozvaha ukazuje na velmi konzervativní financování firmy, když celková míra zadluženosti, byť se mezi lety 2009 a 2012 zvýšila ze 4% na 16%, je v odvětví zcela nevídaná. Konkurence zde běžně dosahuje celkové míry zadluženosti přes 50%. Pozitivně hodnotím skutečnost, že celková aktiva vykazují významný meziroční růst, převyšující růst cizího kapitálu ve firmě.

Tabulka 8. Intel – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)

	2012	2011	2010	2009
Aktiva celkem (mil USD)	84351	71119	63186	53095
Cizí kapitál celkem (mil USD)	13448	7331	2115	2221
Míra celkové zadluženosti (%)	16%	10%	3%	4%

Firma vykazuje výborné hodnoty na úrovni provozního Cash Flow, kde můžeme mezi lety 2009 a 2011 identifikovat jednoznačný růstový trend. Vysoké záporné investiční Cash Flow souvisí se silným vývojem, který je v daném odvětví klíčový – hodnotím pozitivně.

Tabulka 9. Intel – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)

	2012	2011	2010	2009
Provozní cash flow (mil USD)	18884,00	20963,00	16692,00	11170,00
Investiční cash flow (mil USD)	-14060,00	-10301,00	-10539,00	-7965,00
Finanční cash flow (mil USD)	-1408,00	-11100,00	-4642,00	-2568,00

7.2.4 McDonald's

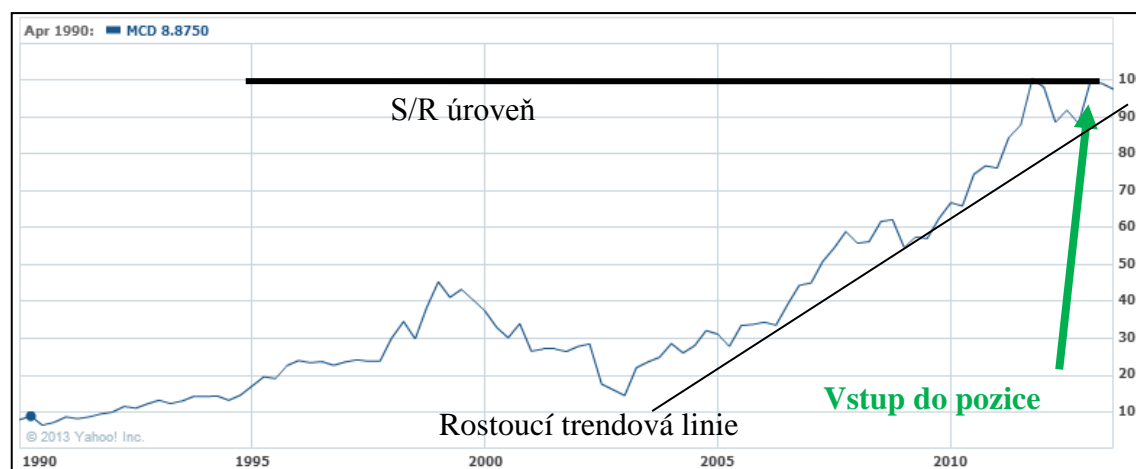
Dne 10. 4. 2012 bylo do portfolia dokoupeno 50 kusů akcií MCD při ceně 98,44 USD v celkovém objemu 4922 USD. Při dané ceně vykazovala akcie P/E na úrovni 18,82. Tato hodnota je vyšší, ale odpovídá bluechip postavení stále rostoucí firmy. Očekávaný dividendový výnos při zachování historické výše dividendy je při dané ceně 3%. Celková pozice na tomto titulu je navýšena na 65 kusů, při průměrném nákupním kurzu 93,62 USD. Od té doby cena akcií mírně klesla na současný kurz 98,03 USD (*červenec 2013*), nicméně stále se drží nad naším průměrným nákupním kurzem a celková pozice je tak v průběžném zisku 8,45% (*je zahrnut i dividendový výnos plynoucí z této pozice*).

Základní údaje: McDonald's spadá do odvětví služeb, sektoru potravin, je typickou stále rostoucí firmou. Svou kapitalizací 98 mld. USD patří mezi největší ve svém odvětví. Tržby na úrovni 24 mld. USD jej řadí na místo 90. největší ekonomiky světa.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie:

$$VH = \frac{d_1}{r - g} = \frac{2,95 \text{ USD}}{0,07 - 0,04} = 98,44 \text{ USD} = 98,44 \text{ USD}$$

Grafická analýza: Na cenovém grafu MCD je zřejmý rostoucí trend. Úrovní odporu pro další růst titulu se zdá být kulatá hladina 100 USD, kterou trh již dvakrát atakoval. Průměrná nákupní cena pozice 93,62 USD se nachází na lokálním supportu kolem hladiny 90 USD. Touto úrovní také prochází rostoucí trendová čára z minimálních hodnot roku 2003, která může také zafungovat jako support.



Obrázek 17. Vývoj ceny akcie MCD 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)

Finanční analýza

Analýzu výkazu zisku a ztrát hodnotím velmi pozitivně. Můžeme zde pozorovat výrazné růstové trendy na úrovni jak tržeb, tak čistého a provozního zisku. Velmi pozitivní jsou meziroční růsty tržeb o 6% v roce 2010 a o 12% v roce 2011. Na úrovni zisku jde o fantastické meziroční nárůsty o 9% v roce 2010 a 11% o v roce 2011. Velmi pozitivní je také stabilní úroveň ziskové a provozní marže.

Tabulka 10. McDonald's – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)

Analýza zisku a ztrát				
	2012	2011	2010	2009
Tržby (mil USD)	27567,00	27006,00	24074,60	22744,70
Čistý zisk (mil USD)	5464,80	5503,10	4946,30	4551,00
Zisková marže (%)	19,82%	20,38%	20,55%	20,01%
Provozní zisk (mil USD)	8604,6	8529,7	7473,1	6841
Provozní marže (%)	31%	32%	31%	30%

Celková míra zadluženosti na úrovni mezi 35% a 39% poukazuje na konzervativní financování firmy a je v rámci odvětví běžná. Pozitivní je masivní růst celkových aktiv, který vysoce překonává přírůstek cizího kapitálu.

Tabulka 11. McDonald's – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)

Analýza Rozvahy				
	2012	2011	2010	2009
Aktiva celkem (mil USD)	35386,5	32989,9	31975,2	30224,9
Cizí kapitál celkem (mil USD)	13632,5	12500,4	11505,3	10578,4
Míra celkové zadluženosti (%)	39%	38%	36%	35%

Firma vykazuje kladné hodnoty na úrovni provozního Cash Flow. Pozitivní je jejich stabilní trend meziročního růstu.

Tabulka 12. McDonald's – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)

Analýza Cash Flow				
	2012	2011	2010	2009
Provozní cash flow (mil USD)	6966,10	7150,10	6341,60	5751,00
Investiční cash flow (mil USD)	-3167,30	-2570,90	-2056,00	-1655,30
Finanční cash flow (mil USD)	-3849,80	-4533,00	-3728,70	-4421,00

7.2.5 Merck & Co., Inc.

Dne 9. 2. 2011 bylo do portfolia nakoupeno 70 kusů akcie MRK za cenu 33 USD v celkovém objemu 2300 USD. Při dané ceně vykazují akcie ukazatel P/E na úrovni 13,52, což je velmi příznivá hodnota, nicméně v oblasti farmaceutického odvětví nijak výjimečná. Odhadovaný dividendový výnos při zachování historické výše dividendy je 5,02%. Celková pozice na Mercku je tímto nákupem navýšena na 140 kusů při průměrné nákupní ceně 34,50 USD. Od té doby vykázaly akcie společnosti silný růst, když se v současnosti (červenec 2013) obchodují na úrovni 48,5 USD, což znamená celkový průběžný výnos pro danou pozici ve výši 50,36%. (je zahrnut i dividendový výnos plynoucí z této pozice).

Základní údaje: Merck spadá do sektoru zdravotnictví, odvětví výroby léčiv. Produkce pokrývá celou škálu léčiv jak pro lidi, tak pro zvířata. Prodejními kanály jsou maloobchody, velkoobchody, nemocnice, lékaři, lékárny a jiná zdravotnická zařízení. Největším rivalem na poli farmaceutik je Pfizer Inc. Měřeno tržní kapitalizací je Merck se 146 mld. USD v odvětví až druhý za Pfizerem, který má 200 mld. USD. Merck má 86 tis. zaměstnanců.

Výpočet vnitřní hodnoty akcie:

$$VH = \frac{d_1}{r - g} = \frac{1,68 \text{ USD}}{0,07 - 0,02} = 33,6 \text{ USD} > 33 \text{ USD}$$

Grafická analýza: Z technického hlediska se úroveň kolem 28-30 USD zdá být vhodnou ke vstupu do dlouhé pozice. Nachází se zde silná S/R úroveň která by měla být v případě poklesu podporou. Tato úroveň je zároveň 16-ti letým minimem ceny akcie.



Obrázek 18. Vývoj ceny akcie MRK 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)

Finanční analýza

Na výkazu zisku a ztrát je pozitivní růstový trend na úrovni tržeb. Znepokojující je významný pokles na úrovni zisku v roce 2010. Při pohledu na ziskovou a provozní marži, je nutno dodat, že konkurenční Pfizer se v obou případech pohybuje o 3% výše.

Tabulka 13. Merck – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)

Analýza zisku a ztrát		2012	2011	2010	2009
Tržby (mil USD)		47267,00	48047,00	45987,00	27428,00
Čistý zisk (mil USD)		6168,00	6272,00	861,00	12899,00
Zisková marže (%)		13,05%	13,05%	1,87%	47,03%
Provozní zisk (mil USD)		8739	7334	1653	15290
Provozní marže (%)		18%	15%	4%	56%

Aktiva za poslední 4 roky nevykazují žádný růstový trend, dochází však k růstu cizího kapitálu a celkové míry zadluženosti v řádech jednotek procent. Na úrovni zadluženosti je Merck srovnatelný s konkurenčním Pfizerem. Z celkové míry zadluženosti 19% je patrné, že jde o konzervativně financovanou firmu.

Tabulka 14. Merck – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)

Analýza Rozvahy		2012	2011	2010	2009
Aktiva celkem (mil USD)		106132	105128	105781	112314
Cizí kapitál celkem (mil USD)		20569	17515	17882	17681
Míra celkové zadluženosti (%)		19%	17%	17%	16%

Firma vykazuje stabilní příjmy na provozní úrovni a značně rostoucí výdaje na investiční úrovni mohou signalizovat investice do stálých aktiv pro výrobu a vývoj.

Tabulka 15. Merck - Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)

Analýza Cash Flow		2012	2011	2010	2009
Provozní cash flow (mil USD)		10022,00	12383,00	10822,00	3392,00
Investiční cash flow (mil USD)		-6805,00	-2890,00	-3497,00	3156,00
Finanční cash flow (mil USD)		-3267,00	-6904,00	-5441,00	-1638,30

8 SPRÁVA PORTFOLIA

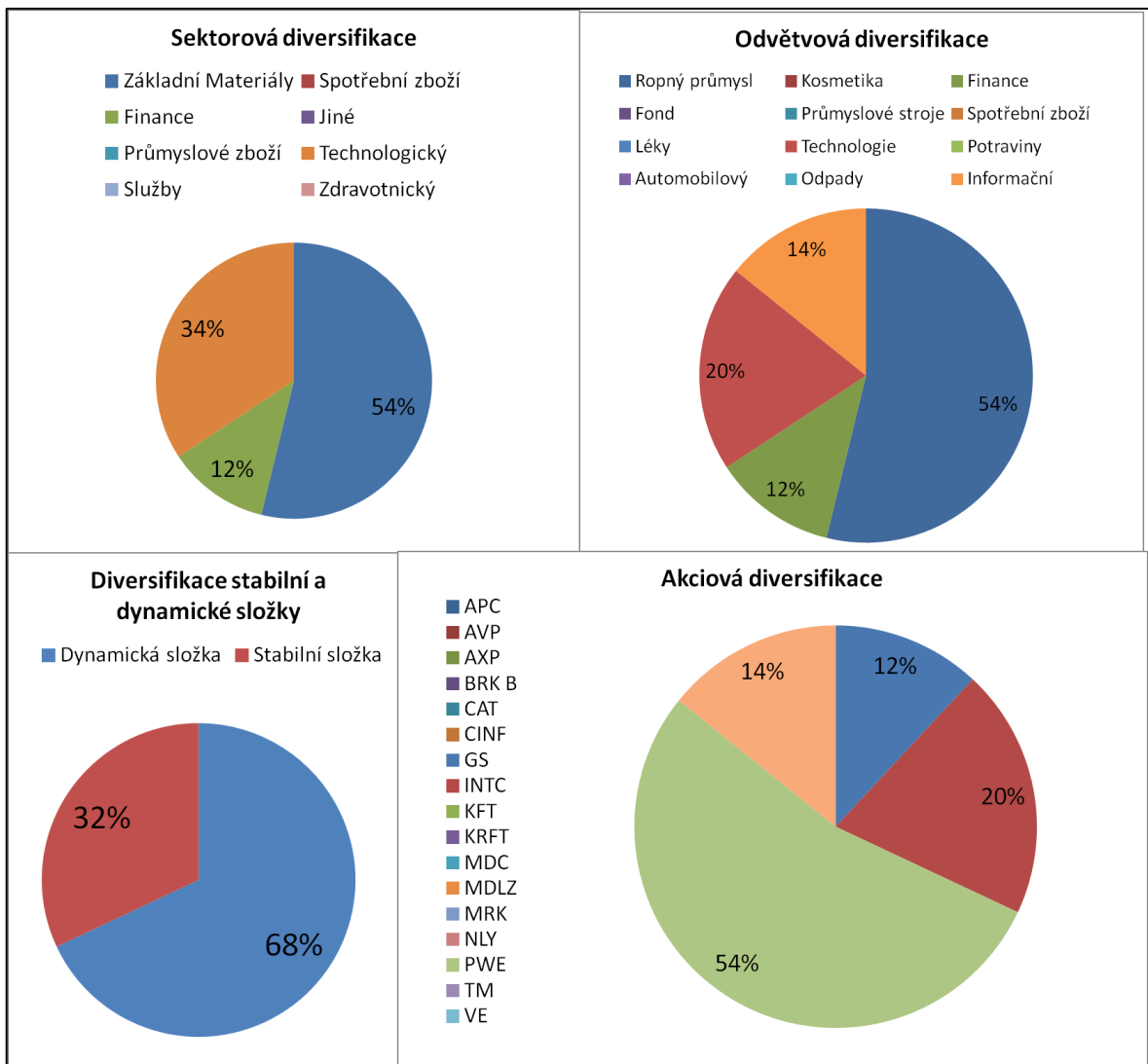
8.1 Vývoj portfolia 2009 – 2010

Stav portfolia k 28. 9. 2010 byl následující. V průběhu roku byly zobchodovány dvě pozice na Anadarko Petroleum a American Express, obě tyto pozice byly uzavřeny v zisku. Otevřené pozice v portfoliu jsou na Goldman Sachs Group Inc., Intel Corporation, Penn West Petroleum Ltd. a Yahoo! Inc.. Největší zisky jsou generovány na ropné společnosti PWE, která v té době přinášela zajímavý dividendový výnos 12% p.a.. Pozice na YHOO a GS se nacházejí v průběžné ztrátě. Celkový výnos za období 28. 9. 2009 - 28. 9. 2010 činil 6,56%. Celková výnosnost portfolia na roční bázi je 10,37% a překonala minimální požadovaný výnos 7%.

Tabulka 16. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 28. 9. 2010 (Vlastní zpracování)

Symbol	Dividendový výnos	Akcie	Majetek	Zisk	Výnos
APC	3,06	0	0	75,66	5,59%
AXP	3,06	0	0	78,08	11,81%
GS	4,47	10	1 450,10	-170,08	-10,47%
INTC	27,7	125	2 438,12	24,56	1,01%
PWE	253,41	335	6 542,55	905,76	11,64%
YHOO		120	1 726,80	-147,04	-7,85%
USD		292	291,7	0	
Součet (USD)	291,7		12 449,28	766,93	
				Výnos celkem	6,56%

Z pohledu diversifikace, je zřetelná vysoká expozice portfolia v ropném průmyslu. Portfolio zde zdaleka nedosahuje požadované cílové diversifikace. Pro dosažení lepší diversifikace by bylo zapotřebí rozdělit investovaný kapitál do více akciových titulů, sektorů. Realizace této strategie by však vzhledem k investovanému kapitálu neúměrně navýšila transakční náklady na budování těchto pozic, a proto bylo v zájmu efektivity investováno jen do šesti vybraných titulů.



Obrázek 19. Diversifikace portfolia ke dni 28. 9. 2010 (Vlastní zpracování)

Z analýzy podílu dynamické a stabilní složky je patrné, že portfolio je s 68% podílem alokovaným v dynamické složce více rizikové, než bylo původním záměrem. Hlavní příčinou je velká pozice držená ve společnosti PWE. K nákupu této společnosti vedla stabilní dividendová politika s vysokým ročním výnosem, která by i v případě poklesu ceny akcií kompenzovala vzniklé ztráty.

8.2 Vývoj portfolia 2010 – 2011

V průběhu roku 2010 a 2011 byly dále do portfolia zařazeny akcie těchto společností: Berkshire Hathaway Inc., Cincinnati Financial Corp., Kraft food Inc., McDonald's Corp., Merck & Co. Inc., Annaly Capital Management Inc., Toyota Motor Corporation, Veolia Environnement S.A..

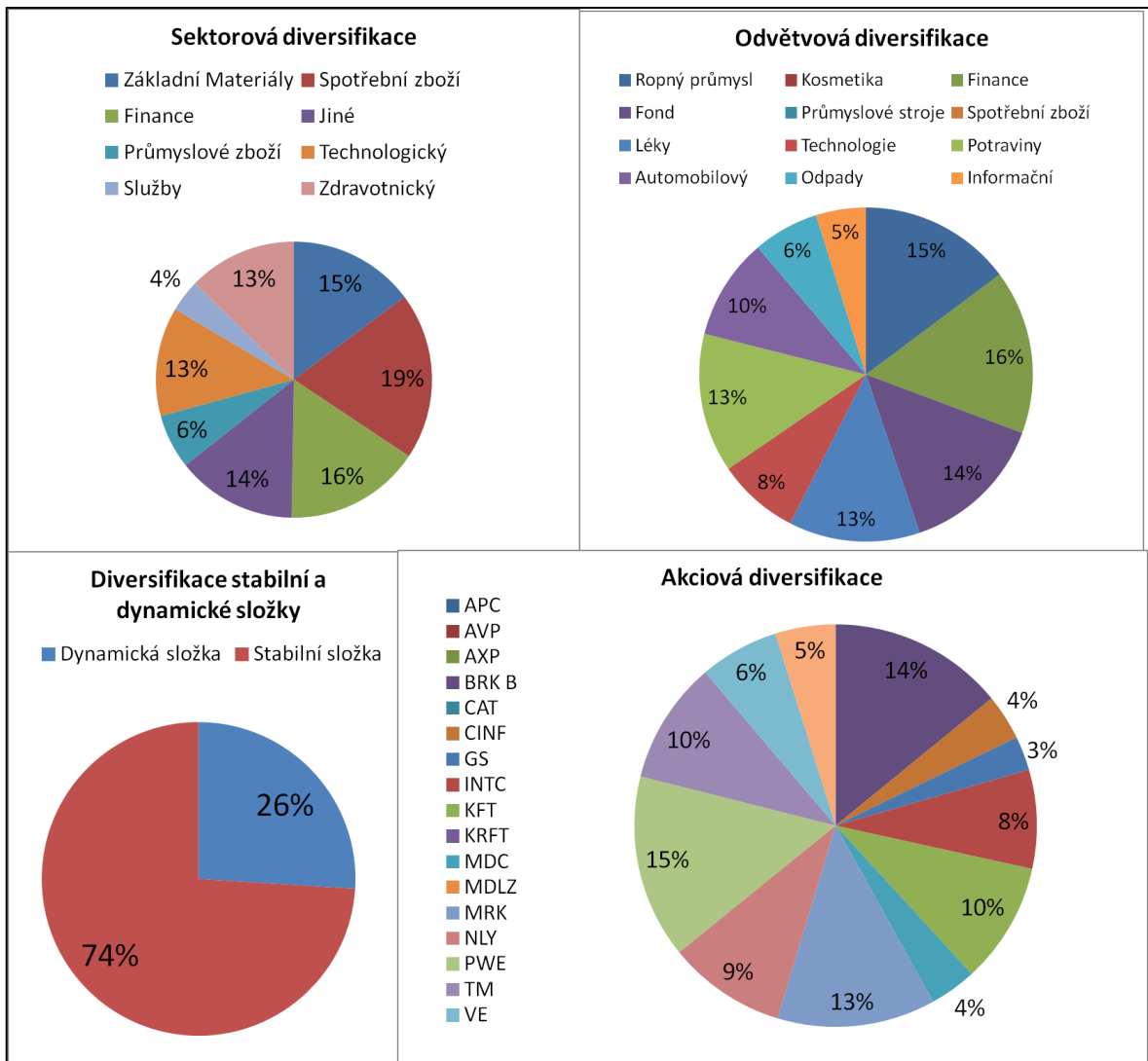
Tabulka 17. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 28. 9. 2011 (Vlastní zpracování)

Symbol	Dividendový výnos	Akcie	Majetek	Zisk	Výnos
APC	3,06	0	0	75,66	5,59%
AXP	3,06	0	0	49,93	7,24%
BRK B		70	4 954,60	-638,19	-11,41%
CINF	34	50	1 295,00	-285,55	-17,69%
GS	16,38	10	963,2	-645,07	-39,71%
INTC	105,09	125	2 788,75	452,57	18,54%
KFT	49,29	0	0	40,94	1,33%
MCD	23,34	15	1 320,45	171,99	14,68%
MRK	113,05	140	4 471,60	-270,39	-5,57%
NLY	107,95	200	3 338,00	-24,56	-0,71%
PWE	514,89	335	5 192,50	-182,81	-2,35%
TM	34,56	50	3 457,00	-410,84	-10,53%
VE		150	2 242,50	195,55	9,55%
YHOO		120	1 702,80	-171,04	-9,13%
USD		229	228,95	0	
Součet (USD)	1 004,66		31 955,35	641,81	-1
			Výnos celkem		-4,89%

Ke zvolenému datu vykázalo portfolio celkovou ztrátu -4,89%. Tato ztráta je v rámci dlouhodobého investičního horizontu přijatelná. Na tomto roce můžeme vidět velký význam dividendových výnosů. Je zcela zřejmé, že pokud bychom do kritérií pro výběr akcie nezahrnuli podmínku vysoké a stabilní dividendy, byla by ztráta daleko vyšší. Pozitivně hodnotím i výběr akcií PWE, jejichž dividendový výnos tvoří více než 50% celkového dividendového výnosu z portfolia, přestože je v tomto titulu alokováno jen 15% investovaného majetku. Nejlepší investicí za uplynulé období byla pozice na INTC, která zhodnotila o 18%. Významný růst zaznamenaly v rámci portfolia také akcie MCD +15%.

Největší ztráty vytvořily společnosti finančního sektoru Goldman Sachs (-39%) a Cincinnati Financial (-17%). Díky dostatečné diversifikaci portfolia, kdy do akcií finančního sektoru je alokováno jen 16% investovaného majetku, neovlivnily tyto

významné ztráty portfolio více. Z hlediska diversifikace vidíme v porovnání s předchozím rokem výrazný pokrok. Portfolio je sektorově i odvětvově značně diversifikované, když žádné odvětví není zastoupeno více než 19%. Největší zastoupení má sektor spotřebního zboží a základních materiálů. Portfolio je diversifikováno mezi 9 odvětví, když významný důraz je kladen na potraviny (13%) léčiva (13%) finance (16%) a ropný průmysl (15%). Z pohledu akcií je portfolio rozloženo do 12 titulů, z nichž největší podíl (14%) je investován ve společnosti Warrena Buffetta - Berkshire Hathaway Inc. a PWE. Oproti předchozímu roku se podařilo dosáhnout požadovaného poměru dynamické a stabilní složky. Ke dni 28. 9. 2011 bylo do firem s očekávaným stabilním vývojem alokováno 3/4 portfolia.



Obrázek 20. Diversifikace portfolia ke dni 28. 9. 2011 (Vlastní zpracování)

8.3 Vývoj portfolia 2011 – 2012

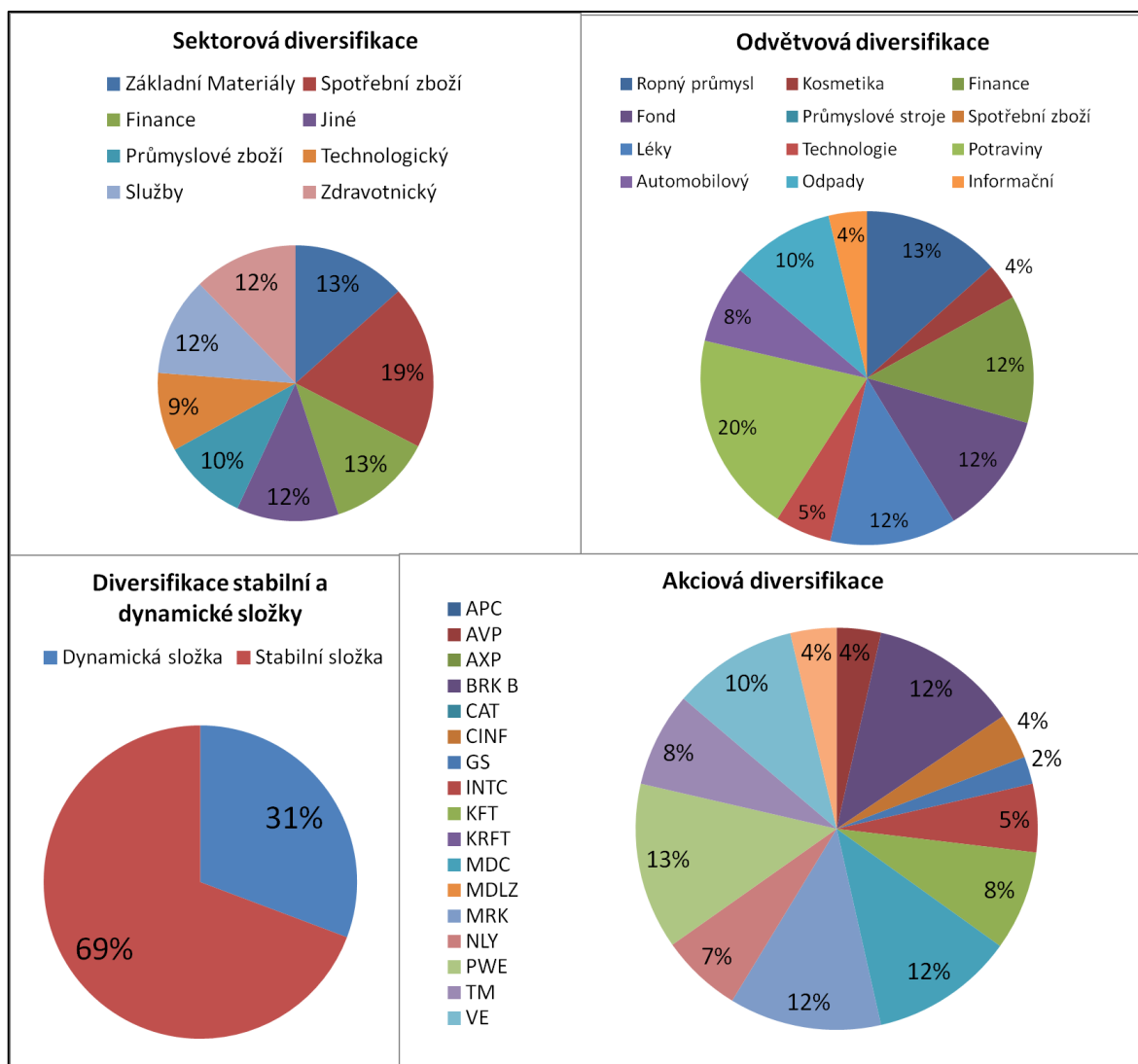
V průběhu roku 2012 byly do portfolia nově nakoupeny akcie společnosti Avon. Tuto společnost jsme do portfolia zahrnuli pro vysoký dividendový výnos. Touto pozicí se do portfolia dostalo zastoupení kosmetického odvětví. Celkově bylo v období 28. 9. 2011 – 28. 9. 2012 investováno cca 20000 USD. Kromě nově vybudované pozice na Avonu nebyly nakoupeny žádné jiné nové tituly a kapitál se použil především na posílení stávajících pozic na jednotlivých titulech.

Tabulka 18. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 28. 9. 2012 (Vlastní zpracování)

Symbol	Dividendový výnos	Akcie	Majetek	Zisk	Výnos
APC	3,06	0	0	75,66	5,59%
AVP	67,44	115	1 834,25	-162,16	-7,86%
AXP	3,06	0	0	49,93	7,24%
BRK B		70	6 174,00	581,21	10,39%
CINF	102,44	50	1 893,50	381,39	23,62%
GS	33,11	10	1 136,80	-454,74	-27,99%
INTC	195,93	125	2 831,88	586,54	24,03%
KFT	147,89	0	0	139,54	4,53%
MCD	118,52	65	5 963,75	-19,47	-0,32%
MRK	308,21	140	6 313,30	1 766,47	36,38%
NLY	493,85	200	3 368,00	391,34	11,28%
PWE	817,31	485	6 906,40	-121,94	-1,25%
TM	93,21	50	3 925,50	116,31	2,98%
VE	297,91	480	5 193,60	-639,64	-10,43%
YHOO		120	1 917,00	43,16	2,30%
USD		699	698,99	0	
Součet (USD)	2 681,93		50 937,96	2 439,60	
				Celkový výnos	5,03%

V průběhu roku 2012 jsme sledovali na většině titulů růst oproti minulému období. Významný růst zaznamenala BRK na celkový výnos 10%. Celkový výnos 36% vykázaly také akcie farmaceutického gigantu Merck, v němž je v rámci portfolia alokováno 12% kapitálu. K nejvíce růstovým titulům v rámci portfolia patří také akcie CINF, které v předchozím roce vykazovaly ztrátu přes 17%, avšak v průběhu roku 2012 vykázala tato pozice celkově 23% zisku. Významný meziroční růst zaznamenaly v rámci finančního sektoru také akcie GS, tyto ještě v minulém období vykazovaly ztrátu téměř -40% nicméně tuto korigovaly a sledované období vykázaly celkovou ztrátu na pozici už „pouze“ -27%.

Oproti minulému období vidíme v diversifikaci posun kupředu. Nejvíce zastoupeným sektorem je sektor spotřebního zboží s 19% expozicí. Finanční sektor, který v minulosti generoval vysoké ztráty a byl vyhodnocen jako velmi volatilní složka portfolia, byl utlumen a jeho expozice je 13%. Stejný podíl v portfoliu patří farmaceutickému sektoru zastoupeným společností Merck. Téměř zdvojnásobena byla pozice ve společnosti Veolia, čímž vzrostl podíl odpadního a vodohospodářského odvětví v portfoliu na 10%. Významně se navýšil podíl služeb z původních 4% na 12%. Tuto změnu reprezentuje ztrojnásobení pozice v potravinovém řetězci McDonald's. Všechny tyto změny se podařilo realizovat při zachování požadovaného poměru akcií stabilních a dynamických firem v mezích naší strategie. Výsledný poměr k 28. 9. 2012 je 69:31 ve prospěch stabilní složky.



Obrázek 21. Diversifikace portfolia ke dni 28. 9. 2012 (Vlastní zpracování)

8.4 Vývoj portfolia 2012 – 2013

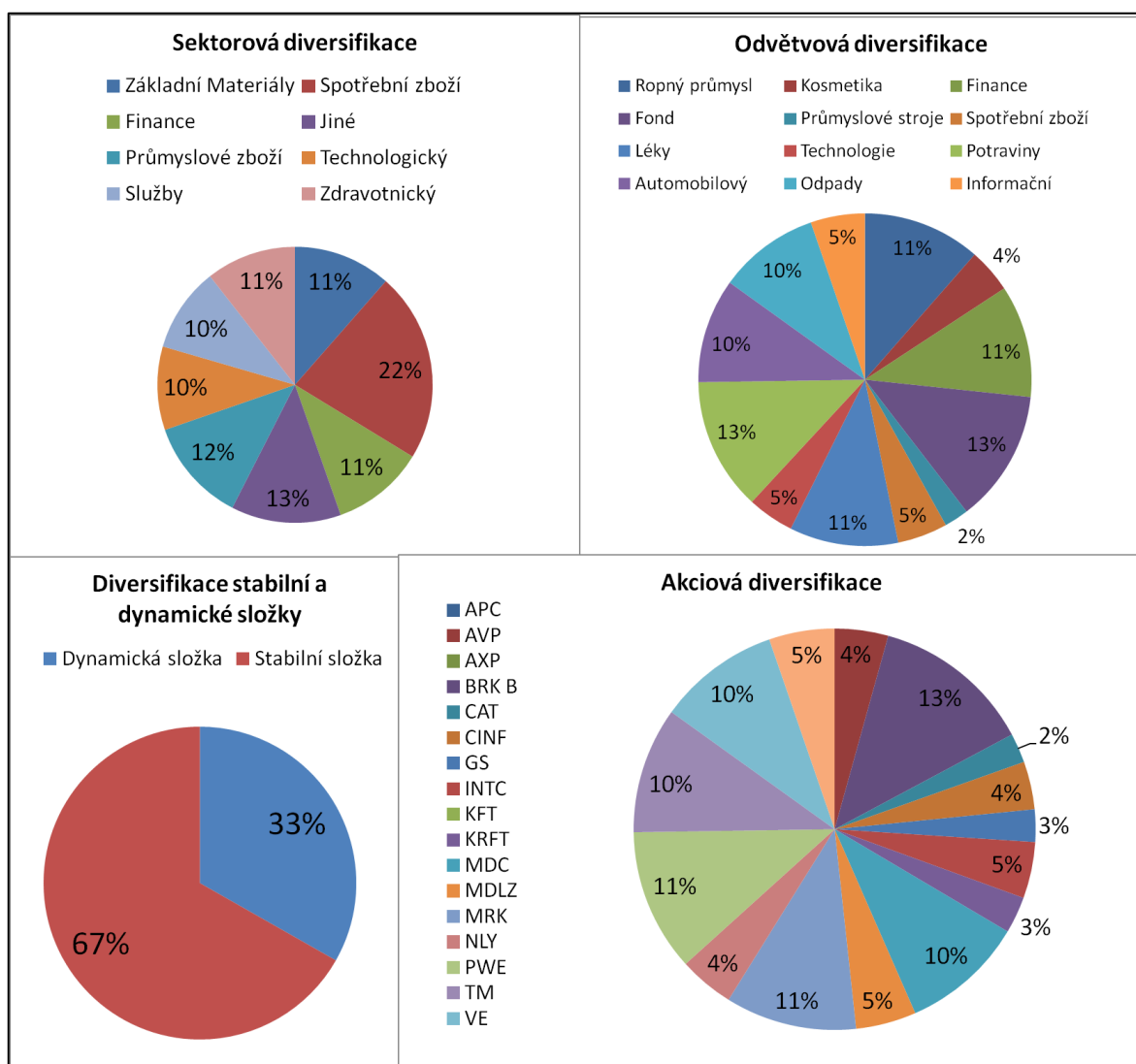
Rostoucí ceny akcií v tomto posledním sledovaném období neposkytovaly mnoho příležitostí k nákupům levných akcií. V říjnu 2012 přibyly do portfolia dva nové tituly Kraft Foods a Mendelez. Tyto byly získány v reorganizaci společnosti Kraftfood Inc.. V lednu 2012 byla navýšena pozice ve společnosti Penn West Energy Trust na současných 586 kusů akcií. Celková pozice na tomto titulu se tak zvedla na téměř 7000 USD, což představuje 11% portfolia. Výborné výsledky hospodaření společnosti Caterpillar při současné m poklesu z historických maxim jsme v květnu 2013 využili ke vstupu do sektoru průmyslového zboží, a rozšířili tak záběr portfolia o sektor stavebních a průmyslových strojů. Velikost této pozice je 1500 USD, což odpovídá 2% portfolia. Výrazného propadu na pětiletá minima jsme využili také k navýšení pozice na NLY na celkem 240 kusů, tedy při současné ceně akcií odpovídá velikost celé pozice 2800 USD, to je 4% portfolia.

Tabulka 19. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 24. 7. 2013 (Vlastní zpracování)

Symbol	Dividendový výnos	Akcie	Majetek	Zisk	Výnos
APC	3,06	0	0	75,66	5,59%
AVP	85,03	115	2 648,10	669,28	32,43%
AXP	3,06	0	0	49,93	7,24%
BRK B		70	8 163,40	2 570,61	45,96%
CAT		18	1 500,12	-73,83	-4,69%
CINF	171,71	50	2 461,00	1 018,16	63,06%
GS	45,86	10	1 648,80	70,01	4,31%
INTC	267,65	125	2 928,75	755,13	30,93%
KFT	174,74	0	0	166,39	2,27%
KRFT	42,08	33	1 872,42	1 914,50	
MCD	246,15	65	6 378,45	522,86	8,57%
MDLZ	33,16	100	3 140,00	98,16	1,34%
MRK	511,7	140	6 801,62	2 458,28	50,63%
NLY	799,85	240	2 840,93	-315,68	-7,98%
PWE	1 301,70	585	6 996,60	-615,3	-5,70%
TM	185,36	50	6 117,50	2 400,46	61,51%
VE	611,2	480	6 436,75	916,81	14,95%
YHOO		120	3 326,10	1 452,26	77,50%
USD		338	338,31	0	
Součet (USD)	4 482,30		63 598,86	14 133,69	
			Celkový výnos		28,57%

V průběhu sledovaného období sledujeme výrazný růst na většině držených pozic. Nejvýznamnější růsty zaznamenává Toyota. Díky významnému oslabení Japonského Yenu

vzrostla cena akcií o 60%. K vysokému výnosu portfolia přispěl také růst akcií společnosti Yahoo!, které ve sledovaném období zhodnotily o 75%. V růstovém trendu nastartovaném v předchozích obdobích pokračovaly akcie firem zahrnutých do stabilní složky, a sice BRK a CINF, které vykázaly podobnou míru růstu jako v předchozích letech. Berkshire tak za dobu držení zhodnotil celkem o 45% a Cincinnati o 63%. Významný růst zaznamenaly také akcie GS, které se po dvou letech v našem portfoliu vymanily z výrazné ztráty a přehouply se do mírného zisku okolo 4%. Celkový výnos portfolia za čtyři roky investování činí 14133 USD, z toho 4482 USD představují dividendové výnosy. Vzhledem k investovanému kapitálu 53 609 USD představuje tato částka zhodnocení o 28%.



Obrázek 22. Diversifikace portfolia ke dni 24. 7. 2013 (Vlastní zpracování)

Z pohledu diversifikace se za čtyři roky podařilo vybudovat dostatečně robustní široce diversifikované portfolio čítající 15 titulů, když vůči žádnému z nich není portfolio

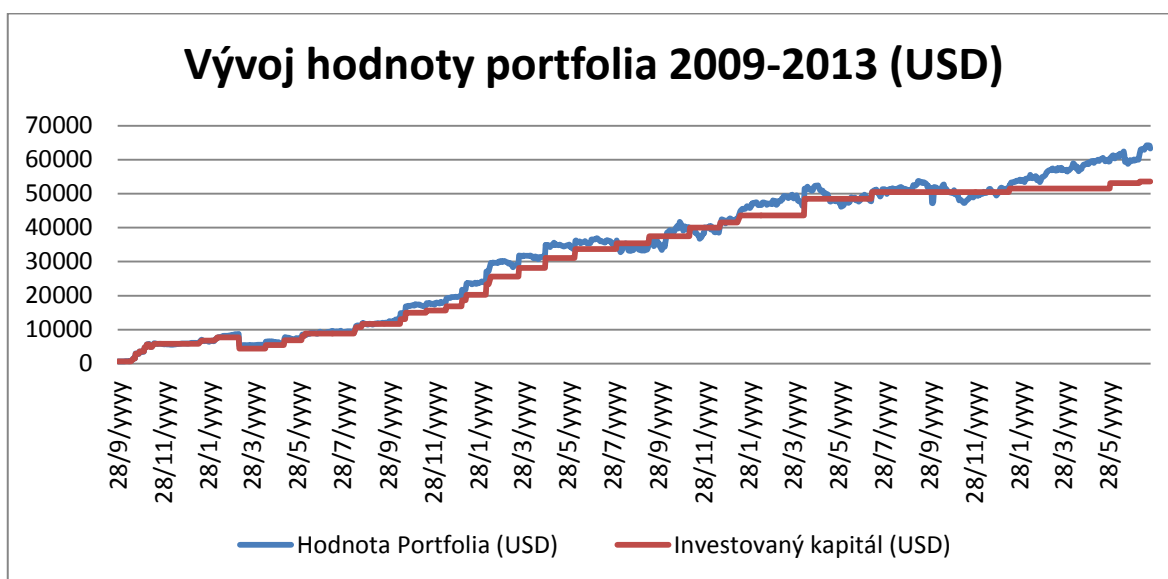
exponováno více než 13%. Portfolio pokrývá 12 různých odvětví s důrazem na potraviny, léky, vodní a odpadní management, finance a ropu. Portfolio pokrývá 8 sektorů, přičemž nejdůležitějším je sektor spotřebního zboží, jež představuje 22% portfolia. Tato sestava portfolia by měla do budoucnosti zajistit stabilní růst, jen málo závislý na fázi hospodářského cyklu. Vzhledem k velkému podílu spíše stabilních velkých firem v portfoliu nebude pravděpodobně v době hospodářské expanze portfolio vykazovat výrazně vyšší výnosy, to však ani není cílem. Velmi pozitivní je rostoucí podíl kumulovaného dividendového výnosu, jehož efekt se s délkou investičního horizontu bude pravděpodobně zvětšovat v důsledku rostoucích dividend.

Cílem do budoucnosti je dále navýšit počet titulů v portfoliu na zhruba 20 titulů. Rozšíření by mělo pokrýt také chemický průmysl, odvětví hnojiv. Dále by měla být portfolio rozšířeno o dopravní, energetický a stavební sektor. V rámci geografické diversifikace je plán zařadit do výběru akcií také tituly s expozicí vůči hospodářskému cyklu v zemích BRIC.

9 VYHODNOCENÍ INVESTIČNÍ STRATEGIE

9.1 Investovaný kapitál, hodnota portfolia

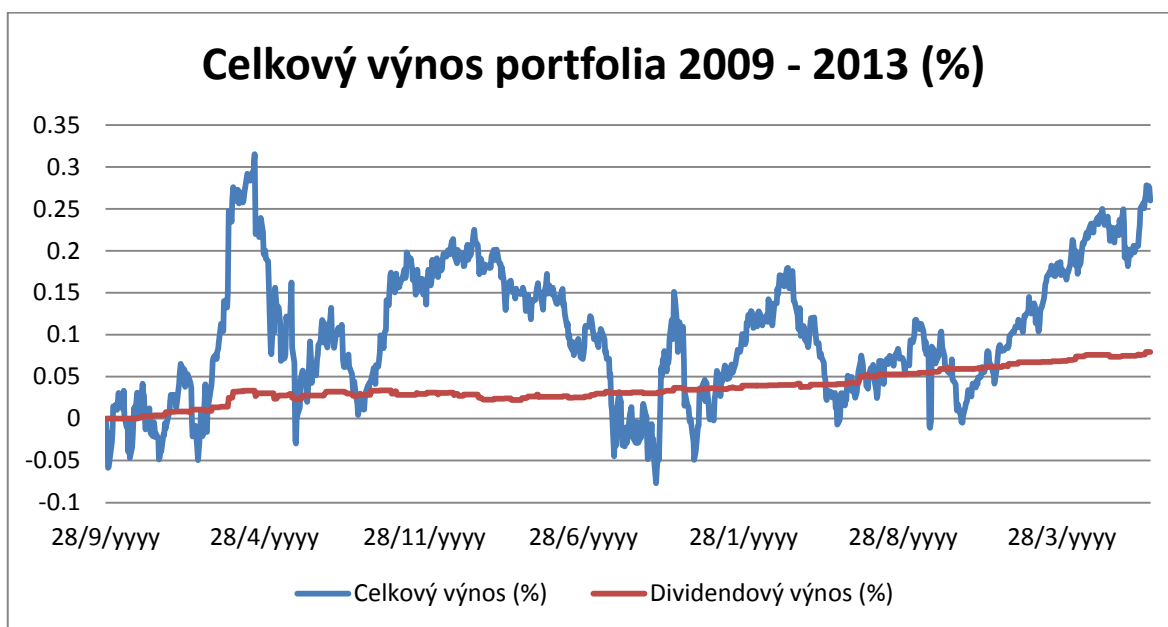
Z vývoje hodnoty portfolia vůči investovanému kapitálu v čase můžeme vidět, že většinu času se portfolio pohybovalo v zisku, když hodnota portfolia byla větší než hodnota investovaného kapitálu. Z vývoje hodnoty portfolia je patrné, že za dobu investování se portfolio dvakrát dostalo do výraznější průběžné ztráty, kdy hodnota portfolia poklesla pod celkovou investovanou částku. Tyto poklesy nastaly ve čtvrtém kvartálu roku 2011 a 2012. Z dlouhodobého hlediska však nejde o významné ani dlouhodobé poklesy. Můžeme také sledovat pravidelné nákupy akcií do portfolia v průběhu prvních tří let. V posledním sledovaném období je vidět ve srovnání s předchozím už jen mírný nárůst investovaného kapitálu. To bylo způsobeno vytrvalým růstem cen akcií, kdy žádná ze sledovaných akcií nebyla na zajímavé cenové úrovni vhodné k nákupu. Z grafu je zřejmé, že poslední sledované období, kdy investice nebyly kontinuálně navyšovány, přispělo k vytvoření bezpečnostního polštáře, když hodnota portfolia citelně převyšuje hodnotu investovaného kapitálu a případné poklesy podobné těm dřívějším se již nemusí projevit znehodnocením investovaného kapitálu. Tuto skutečnost hodnotím pozitivně. Za dobu necelých 4 let bylo investováno celkem 53 609 USD, což odpovídá průměrné měsíční investici ve výši 1150 USD. Tato skutečnost je v souladu s plánem vzešlým z profilu investora, který si klade za cíl investovat celkem 3 mil. CZK (150 tis. USD) v průběhu deseti let. Hodnota portfolia se na konci sledovaného období pohybuje na hodnotě 63270 USD.



Obrázek 23. Vývoj hodnoty portfolia 2009–2013 (Vlastní zpracování)

9.2 Vyhodnocení výnosnosti portfolia

Celkový výnos z portfolia se v průběhu investování pohyboval v rozmezí -7% až +32%. Na začátku sledovaného období vidíme, že tento ukazatel je velmi volatilní, když portfolio ještě nebylo vhodně diversifikované. Časté propady dosahovaly ztrát běžně kolem 5%. V průběhu investování, když se portfolio stávalo více diversifikovaným a pokrývalo širší spektrum akcií a odvětví, vidíme i stabilnější výnosovou křivku. Přesto však docházelo k poklesům, nicméně tyto již nebyly tak výrazné a od maximální průběžné ztráty cca -7% ve čtvrtém kvartálu 2011 již tyto propady nejdou výrazně pod nulu. Kromě značné diversifikace má na tuto skutečnost také vliv růst kumulovaného zisku z obdržených dividend. Obdržené dividendy dosahují v celém sledovaném období konstantního růstu. Na konci sledovaného čtyřletého období se již tvoří kumulované dividendy celkem 7% výnos portfolia. Při celkovém výnosu okolo 27% tvoří jednu čtvrtinu celkových výnosů. Očekáváme, že v dlouhém období jejich význam stoupne s růstem dividendového výnosu vůči investovanému kapitálu, když průměrný meziroční růst dividend společností obsažených v DJIA je v horizontu 5 let 6,7%, v horizontu 10 let 8.8% a v horizontu 25 let 8,09%.³⁷ Rostoucí kumulovaný dividendový výnos tvoří tzv. bezpečnostní polštář, očekávám tak, že nová minima výnosnosti již nezasáhnou pod 5% celkového výnosu.

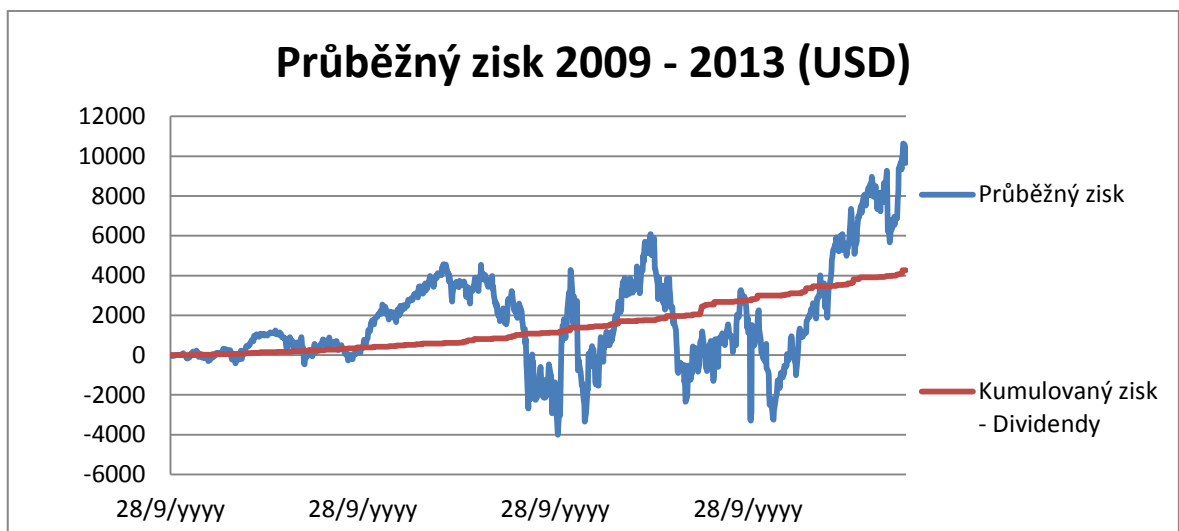


Obrázek 24. Celkový výnos portfolia 2009–2013 (Vlastní zpracování)

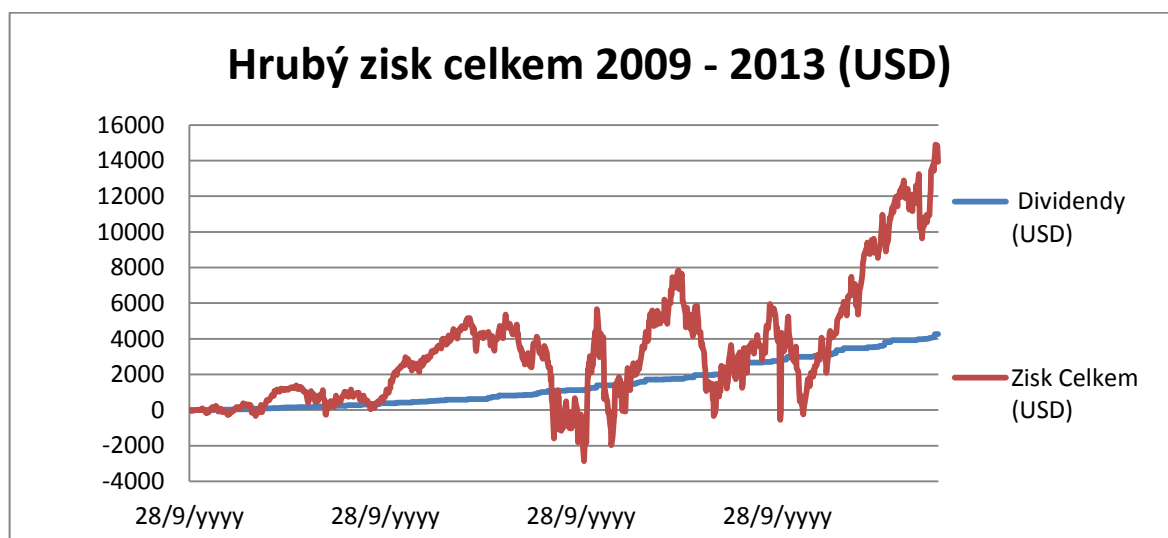
³⁷ Podle databáze Datastream, ©2013 Thomson Reuters Corp.

9.3 Zisk celkem z portfolia

Podíváme-li se na zisk investiční strategie v absolutních hodnotách, potom můžeme vidět, že průběžný zisk z otevřených pozic tvoří nová a nová maxima. V průběhu roku 2011 dosáhl celkový zisk zhruba 5300 USD. Průběžný zisk na otevřených pozicích činil 4500 USD. Kumulovaný zisk z vyplacených dividend 800 USD. Největší ztráty dosáhlo portfolio v listopadu 2011, když celková ztráta dosáhla téměř -2000 USD, kumulovaný zisk z dividend 1300 USD zmírnil průběžnou ztrátu – 3300 USD. Ke konci sledovaného čtyřletého období generovala investiční strategie celkový zisk 14000 USD, z toho 4260 USD tvoří dividendy (v hrubé výši) a 9670 USD tvoří průběžný zisk z otevřených pozic.



Obrázek 25. Průběžný zisk 2009–2013 (Vlastní zpracování)



Obrázek 26. Hrubý zisk celkem 2009–2013 (Vlastní zpracování)

9.4 Porovnání výnosnosti portfolia s benchmarkem

Jako benchmark pro porovnání výnosnosti portfolia volím americký akciový index Dow Jones Industrial Average. DJIA je nejznámější a nejstarší index založený na aritmetickém průměru. Index obsahuje 30 nejvýznamnějších amerických společností. Vzhledem k zaměření našeho portfolia na americké bluechip akcie jde o vhodný benchmark pro porovnání výnosnosti. Za sledované období posílil DJIA z 9789 bodů na 15542 bodů. Tento nárůst představuje celkové zhodnocení 58%. Vyjádřeno v průměrném ročním zhodnocení to znamená 14,6% p.a.. Ve srovnání s průměrným ročním výnosem portfolia 10,62% p.a. musím konstatovat, že ve sledovaném období index výrazně překonal projektové portfolio. Zmíněný index je však oproti projektovému portfoliu výrazně navázán na hospodářský cyklus, což ve sledovaném období znevýhodnilo neutrálně koncipované projektové portfolio. Z toho důvodu se domnívám, že v dlouhodobém horizontu se výnosnost portfolia přiblíží výnosu indexu.

9.5 Celková výnosnost akciového portfolia na roční bázi

Pro porovnání výnosnosti portfolia slouží celková výnosnost portfolia na roční bázi. Pro naše potřeby použijeme metodu jednoduchého úročení. Protože do portfolia bylo investováno průběžně, některé investice jsou zhodnocovány již téměř 4 roky a jiné byly investovány teprve před několika měsíci. Pro výpočet celkové výnosnosti akciového portfolia na roční bázi musíme tedy vypočítat vážený průměr doby investovaného kapitálu.

$$\varnothing t = \frac{\sum(i_1 * t_1 + \dots i_n * t_n)}{i_c} = 2,26 \text{ let}$$

kde:

- i_n – hodnota n -té investice
- t_n – doba držení n -té investice v letech
- i_c – celkový investovaný kapitál
- $\varnothing t$ – vážený průměr doby investovaného kapitálu

Výsledný vážený průměr doby investovaného kapitálu můžeme dosadit do odvozeného vzorce, který uvádí Radová (2003, s. 229). Výsledek je roven celkové výnosnosti portfolia na roční bázi p použití jednoduchého úročení.

$$r_{\text{Ptf.a.}} = \frac{(HP - I_c) + D}{I_c \times \varnothing t} = \frac{(63273 \text{ USD} - 53609 \text{ USD}) + 4260 \text{ USD}}{2,26 \text{ let}} = 10,62 \%$$

kde:

- i_c – celkový investovaný kapitál
- D – celkem obdržené dividendy
- HP – hodnota portfolia na konci
- $\varnothing t$ – vážený průměr doby investovaného kapitálu
- $r_{\text{Ptf.a.}}$ – celková výnosnost portfolia na roční bázi

Celková výnosnost portfolia na roční bázi (hrubá) je 10,62 %. Tento výsledek splňuje očekávání investora a překonává **minimální cíl této investiční strategie 7% p.a..**

ZÁVĚR

V průběhu necelých čtyř let se podařilo vybudovat stabilní diversifikované portfolio, jehož celková výnosnost na roční bázi je 10,62%. Byť tento výsledek překonal minimální cíl investiční strategie 7%, očekávám, že v delším horizontu se reinvestice a meziroční růst dividend projeví ve výnosnosti portfolia ještě významněji a celkový roční výnos bude vyšší. Dosažené zhodnocení nereprezentuje strategii k rychlému zbohatnutí. Tyto výsledky však ukazují, že zvolená investiční strategie dokáže ochránit finanční prostředky před inflací a navíc je významně zhodnotit. Pokud by celková roční výnosnost strategie zůstala konstantní (*v dlouhém období však očekávám spíše růst*), během deseti let by se vložený majetek zhodnotil 2,75 krát.

Význam hodnotového investování se ve výsledcích investiční strategie ukázal zcela jednoznačně. Z celkových 17 titulů se 14 z nich nacházelo v zisku a jen 3 tituly vykazovaly mírnou ztrátu (*a to především ty, které byly nakoupeny ke konci sledovaného období*). Vysoká úspěšnost ziskových titulů v portfoliu zřetelně ukazuje rozdíl mezi spekulací a inteligentní investicí.

Významným prvkem ochrany investovaného majetku je diversifikace. Na konci sledovaného období představuje portfolio patnácti titulů s průměrnou expozicí na jeden titul 6,66% při celkovém výnosu portfolia 27% dobrou ochranu před případnou ztrátou. K tomu, aby bylo portfolio ztrátové, by muselo na všech titulech dojít k poklesu ceny akcií o více než 27%, nebo by muselo dojít k absolutní ztrátě v průměru na čtyřech titulech.

Tento diplomový projekt ukázal platnost a funkčnost investičních postupů Benjamina Grahama. Přestože ve výsledném srovnání výnosnosti bylo portfolio překonáno indexem, hodnotím celý projekt velmi pozitivně, neboť jde o můj první investorský počín, ve kterém jsem se učil za pochodu. Tento projekt akciového portfolia mě naučil důslednosti, pečlivosti, nadhledu a především trpělivosti. Věřím, že postupy technické, fundamentální a finanční analýzy stejně jako správy portfolia, které jsem si v průběhu tohoto projektu osvojil, můžu v budoucnosti dále rozvíjet.

Výsledky projektu ukázaly, že i drobný individuální investor může ziskově investovat na akciovém trhu, a to přes všechny nevýhody oproti profesionálním investorům jako jsou banky a investiční fondy. Tato strategie se ukazuje jako vhodná pro vybudování pasivního příjmu z akcií ve formě dividend (*za předpokladu že nebudou reinvestovány*), a může tak případně doplnit důchodový plán investora.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografie:

- BIRGER, Jon, 2002. The 30 Best Stocks. Money. s. 88-95.
- CIPRA, Tomáš, 2000. Matematika cenných papírů. Vyd. 1. Praha: HZ, 241 s. ISBN 8086009351
- DORON, Nissim a Ziv AMIR, 2001. Dividend Changes and Future Profitability. The Journal of Finance., roč. 56, č. 6, s. 2111-2133.
- GRAHAM, Benjamin a David L DODD, 2009. Security analysis: principles and technique. 6th ed. New York: McGraw-Hill, xliv, 766 s. ISBN 978-0-07-159253-6
- GRAHAM, Benjamin a Jason ZWEIG. Inteligentní investor. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 503 s. ISBN 978-80-247-1792-0.
- HARTMAN, Ondřej, 2009. Jak se stát forexovým obchodníkem: naučte se vydělávat na měnových trzích. 1. vyd. Praha: FXstreet, 230 s. ISBN 978-80-904418-0-4.
- JÍLEK, Josef, 2009. Finanční trhy a investování. 1. vyd. Praha: Grada, 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
- KRÁL, Miloš, 2008. Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, ISBN 978-807-3187-651.
- KRÁL, Miloš, 2007. Techniky ziskového obchodování na světových finančních trzích: studijní pomůcka pro distanční studium. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 135 s. ISBN 978-80-7318-650-0.
- PETERS, Josh, 2008. The ultimate dividend playbook: income, insight, and independence for today's investor. John Wiley, xvi, 352 p. ISBN 04-701-2512-8.
- POLÁCH, Jiří, 2007. Peněžní a kapitálové trhy. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 300 s., [18] s. příl. ISBN 978-80-7318-603-6.
- RADOVÁ, Jarmila, 2003. Finanční matematika pro každého: studijní pomůcka pro distanční studium. 4. rozš. vyd. Praha: Grada, 259 s. ISBN 80-247-0473-0.
- REJNUŠ, Oldřich, 2001. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- RYLOVÁ, Z, 2009. Mezinárodní dvojí zdanění 2009. 3. aktualiz. a rozš. vyd. Olomouc: Anag, 423 s. ISBN 978-807-2635-115.

- SIEGEL, Jeremy J., 2011. Investice do akcií: běh na dlouhou trať. 1. vyd. Praha: Grada, 295 s. ISBN 9788024738604.
- STEIGAUFG, Slavomír, 1999. Investiční matematika. 1. vyd. Praha: Grada, 335 s. ISBN 8071694290.
- THOMSETT, Michael C., 2008. Winning with stocks: the smart way to pick investments, manage your portfolio, and maximize profits. Vyd. 1. New York: American Management Association, viii, 242 p. ISBN 08-144-0986-5.
- VESELÁ, Jitka, 2011. Investování na kapitálových trzích. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.
- WILSON, Derek, 1988. Rothschild: a story of wealth and power. London: A. Deutsch, ix, 490 p., [24] p. of plates. ISBN 02-339-7999-9.
- WRIGHT, Kelley, 2010. Dividends still don't lie: the truth about investing in blue chip stocks and winning in the stock market. Hoboken, N.J.: Wiley, xix, 209 s. ISBN 978-0-470-58156-8.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech

Internetové zdroje:

- LSE. *London Stock Exchange* [online]. [cit. 2013-08-02]. Dostupné z: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
- NYSE, EURONEXT. *New York Stock Exchange* [online]. [cit. 2013-08-02]. Dostupné z: <https://nyse.nyx.com/>
- POSLANECKÁ SNĚMOVNA PARLAMENTU ČESKÉ REPUBLIKY: *Jednání a dokumenty*. [online]. [cit. 2013-07-16]. Dostupné z: <http://www.psp.cz/sqw/sbirka.sqw?cz=458&r=2011>
- PRAGUE STOCK EXCHANGE. *Burza cenných papírů Praha* [online]. [cit. 2013-08-02]. Dostupné z: <http://www.bcpcz.cz/>
- YAHOO. *Yahoo Finance* [online]. [cit. 2013-08-02]. Dostupné z: <http://finance.yahoo.com/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

APC	Anadarko Petroleum Corporation
AVP	Avon Products, Inc.
AXP	American Express Company
BRIC	Souhrné označení pro tyto země: Brazílie, Rusko, Indie, Čína
BRK B	Berkshire Hathaway Inc.
CAT	Caterpillar Inc.
CINF	Cincinnati Financial Corp.
DJIA	Dow Jones Industrial Average
GS	Goldman Sachs Group Inc.
INTC	Intel Corporation
KFT	Kraft food Inc.
KRFT	Kraft Foods Group Inc
MCD	McDonald's Corp.
MDLZ	Mondelez International Inc.
MRK	Merck & Co. Inc.
NLY	Annaly Capital Management Inc.
PWE	Penn West Petroleum Ltd.
TM	Toyota Motor Corporation
VE	Veolia Environnement S.A.
YHOO	Yahoo! Inc.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1. Bezpečnostní pyramida (Polách, 2007, s. 33)	24
Obrázek 2. D1 graf AIG, spojnicový graf, klesající trendová linie	29
Obrázek 3. D1 graf CITI, svícový graf, rostoucí trendová linie	29
Obrázek 4. Zlatý kříž na denním grafu AIG, MA50 a MA 200	32
Obrázek 5. Srovnání vývoje MCD a DJIA 2003-2013 (Zdroj. Googlefinance.com).....	35
Obrázek 6. Kumulovaný dividendový příjem ASBC (Zdroj: Peters, 2008).....	44
Obrázek 7. Vliv reinvestice dividend (Zdroj: Peters, 2008)	45
Obrázek 8. USA – Roční změna HDP 1990-2013 (Vlastní zpracování).....	54
Obrázek 9. USA – Míra nezaměstnanosti 2005-2013 (Vlastní zpracování).....	55
Obrázek 10. USA – Vývoj inflace 2005-2012 (Vlastní zpracování)	56
Obrázek 11. Vývoj DJIA - Dow Jones Industrial Average (Vlastní zpracování).....	57
Obrázek 12. USA – Vývoj základní úrokové sazby (Vlastní zpracování)	57
Obrázek 13. Vývoj zadlužení USA v % k HDP 2003-2013 (Vlastní zpracování)	58
Obrázek 14. Vývoj ceny akcie AVP 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013).....	60
Obrázek 15. Vývoj ceny akcie CAT 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013).....	62
Obrázek 16. Vývoj ceny akcie INTC 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)	64
Obrázek 17. Vývoj ceny akcie MCD 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)	66
Obrázek 18. Vývoj ceny akcie MRK 1990-2013 (Yahoofinance.com, ©2013)	68
Obrázek 19. Diversifikace portfolia ke dni 28. 9. 2010 (Vlastní zpracování)	71
Obrázek 20. Diversifikace portfolia ke dni 28. 9. 2011 (Vlastní zpracování)	73
Obrázek 21. Diversifikace portfolia ke dni 28. 9. 2012 (Vlastní zpracování)	75
Obrázek 22. Diversifikace portfolia ke dni 24. 7. 2013 (Vlastní zpracování)	77
Obrázek 23. Vývoj hodnoty portfolia 2009–2013 (Vlastní zpracování)	79
Obrázek 24. Celkový výnos portfolia 2009–2013 (Vlastní zpracování)	80
Obrázek 25. Průběžný zisk 2009–2013 (Vlastní zpracování).....	81
Obrázek 26. Hrubý zisk celkem 2009–2013 (Vlastní zpracování).....	81

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1. Avon - Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)	61
Tabulka 2. Avon – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)	61
Tabulka 3. Avon – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)	61
Tabulka 4. Caterpillar – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)	63
Tabulka 5. Caterpillar – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)	63
Tabulka 6. Caterpillar – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)	63
Tabulka 7. Intel – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)	65
Tabulka 8. Intel – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)	65
Tabulka 9. Intel – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování).....	65
Tabulka 10. McDonald´s – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)	67
Tabulka 11. McDonald´s – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování)	67
Tabulka 12. McDonald´s – Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)	67
Tabulka 13. Merck – Analýza výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování)	69
Tabulka 14. Merck – Analýza rozvahy (Vlastní zpracování).....	69
Tabulka 15. Merck - Analýza Cash Flow (Vlastní zpracování)	69
Tabulka 16. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 28. 9. 2010 (Vlastní zpracování).....	70
Tabulka 17. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 28. 9. 2011 (Vlastní zpracování).....	72
Tabulka 18. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 28. 9. 2012 (Vlastní zpracování).....	74
Tabulka 19. Vývoj portfolia 28. 9. 2009 – 24. 7. 2013 (Vlastní zpracování).....	76

SEZNAM PŘÍLOH

- 1) VÝPIS POKYNU 2009-2013

PŘÍLOHA P I: VÝPIS POKYNŮ 2009-2013

Datum vypořádání	Směr	Text FIO	Symbol	Cena	Počet	Objem v USD	Poplatky v USD
18.7.2013		PWE - Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-22,63	-22,63	0
18.7.2013		PWE - Dividenda - USA	PWE	1	150,9	150,9	0
15.7.2013		MDLZ - Daň z divid. zaplacená v USA	MDLZ	1	-1,95	-1,95	0
15.7.2013		MDLZ - Dividenda - USA	MDLZ	1	13	13	0
15.7.2013		CINF - Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,06	-3,06	0
15.7.2013		CINF - Dividenda - USA	CINF	1	20,37	20,37	0
12.7.2013		KRFT - Daň z divid. zaplacená v USA	KRFT	1	-2,47	-2,47	0
12.7.2013		KRFT - Dividenda - USA	KRFT	1	16,5	16,5	0
8.7.2013		MRK - Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-9,03	-9,03	0
8.7.2013		MRK - Dividenda - USA	MRK	1	60,2	60,2	0
10.7.2013	Nákup	Nákup	NLY	11,95	40	-485,95	7,95
27.6.2013		VE - Daň z divid. zaplacená v USA	VE	1	-134,42	-134,42	0
27.6.2013		VE - Dividenda - USA	VE	1	447,71	447,71	0
27.6.2013		TM - ADR Fee	TM	1	-0,2	-0,2	0
27.6.2013		TM - Daň z divid. zaplacená v USA	TM	1	-4,51	-4,51	0
27.6.2013		TM - Dividenda - USA	TM	1	63,13	63,13	0
27.6.2013		GS - Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,75	-0,75	0
27.6.2013		GS - Dividenda - USA	GS	1	5	5	0
17.6.2013		MCD - Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-7,51	-7,51	0
17.6.2013		MCD - Dividenda - USA	MCD	1	50,05	50,05	0
3.6.2013		INTC - Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-4,22	-4,22	0
3.6.2013		INTC - Dividenda - USA	INTC	1	28,12	28,12	0
3.6.2013		AVP - Daň z divid. zaplacená v USA	AVP	1	-1,03	-1,03	0
3.6.2013		AVP - Dividenda - USA	AVP	1	6,9	6,9	0
31.5.2013	Nákup	Nákup	CAT	87	18	-1 573,95	7,95
27.5.2013	Převod mezi měnami	Prodej	CZK	0,0488	#####	976,8	0
29.4.2013		NLY - Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-13,5	-13,5	0
29.4.2013		NLY - Dividenda - USA	NLY	1	90	90	0
16.4.2013		PWE - Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-23,01	-23,01	0
16.4.2013		PWE - Dividenda - USA	PWE	1	153,41	153,41	0
15.4.2013		MDLZ - Daň z divid. zaplacená v USA	MDLZ	1	-1,95	-1,95	0
15.4.2013		MDLZ - Dividenda - USA	MDLZ	1	13	13	0
15.4.2013		CINF - Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,06	-3,06	0
15.4.2013		CINF - Dividenda - USA	CINF	1	20,38	20,38	0
12.4.2013		KRFT - Daň z divid. zaplacená v USA	KRFT	1	-2,48	-2,48	0
12.4.2013		KRFT - Dividenda - USA	KRFT	1	16,5	16,5	0
5.4.2013		MRK - Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-9,03	-9,03	0
5.4.2013		MRK - Dividenda - USA	MRK	1	60,2	60,2	0

28.3.2013		GS - Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,75	-0,75	0
28.3.2013		GS - Dividenda - USA	GS	1	5	5	0
15.3.2013		MCD - Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-7,51	-7,51	0
15.3.2013		MCD - Dividenda - USA	MCD	1	50,05	50,05	0
1.3.2013		INTC - Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-4,22	-4,22	0
1.3.2013		INTC - Dividenda - USA	INTC	1	28,12	28,12	0
1.3.2013		AVP - Daň z divid. zaplacená v USA	AVP	1	-1,04	-1,04	0
1.3.2013		AVP - Dividenda - USA	AVP	1	6,9	6,9	0
29.1.2013		NLY - Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-13,5	-13,5	0
29.1.2013		NLY - Dividenda - USA	NLY	1	90	90	0
28.1.2013	Bankovní převod	Převod na účet - Fio banka			0	-10	0
16.1.2013		PWE - Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-19,86	-19,86	0
16.1.2013		PWE - Dividenda - USA	PWE	1	132,38	132,38	0
15.1.2013		CINF - Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,06	-3,06	0
15.1.2013		CINF - Dividenda - USA	CINF	1	20,38	20,38	0
14.1.2013		MDLZ - Daň z divid. zaplacená v USA	MDLZ	1	-1,94	-1,94	0
14.1.2013		MDLZ - Dividenda - USA	MDLZ	1	13	13	0
14.1.2013		KRFT - Daň z divid. zaplacená v USA	KRFT	1	-2,47	-2,47	0
14.1.2013		KRFT - Dividenda - USA	KRFT	1	16,5	16,5	0
15.1.2013	Nákup	Nákup	PWE	10,6	100	-1 067,95	7,95
8.1.2013		MRK - Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-9,02	-9,02	0
8.1.2013		MRK - Dividenda - USA	MRK	1	60,2	60,2	0
28.12.2012		GS - Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,75	-0,75	0
28.12.2012		GS - Dividenda - USA	GS	1	5	5	0
17.12.2012		MCD - Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-7,5	-7,5	0
17.12.2012		MCD - Dividenda - USA	MCD	1	50,05	50,05	0
7.12.2012		TM - ADR Fee	TM	1	-0,2	-0,2	0
7.12.2012		TM - Daň z divid. zaplacená v USA	TM	1	-2,55	-2,55	0
7.12.2012		TM - Dividenda - USA	TM	1	36,48	36,48	0
3.12.2012		AVP - Daň z divid. zaplacená v USA	AVP	1	-1,04	-1,04	0
3.12.2012		AVP - Dividenda - USA	AVP	1	6,9	6,9	0
3.12.2012		INTC - Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-4,21	-4,21	0
3.12.2012		INTC - Dividenda - USA	INTC	1	28,13	28,13	0
29.10.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-15	-15	0
29.10.2012		Dividenda - USA	NLY	1	100	100	0
16.10.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-19,98	-19,98	0
16.10.2012		Dividenda - USA	PWE	1	133,18	133,18	0
15.10.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	KFT	1	-4,35	-4,35	0
15.10.2012		Dividenda - USA	KFT	1	29	29	0
15.10.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,06	-3,06	0
15.10.2012		Dividenda - USA	CINF	1	20,38	20,38	0
5.10.2012	Výběr	fiktivní vklad nebo vyber CP	MDLZ	42,52	100		
5.10.2012	Vklad	fiktivní vklad nebo vyber CP	KFT	42,52	100		
5.10.2012		Stock Merger - fin. dorovnání KRFT	KFT	1	2,2	2,2	0

5.10.2012		Stock Merger	KFT	1	33		
5.10.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-8,83	-8,83	0
5.10.2012		Dividenda - USA	MRK	1	58,8	58,8	0
5.10.2012	Prodej	Reorg : KFT => MDLZ	KFT	0	100		
5.10.2012	Nákup	Reorg : KFT => MDLZ	MDLZ	0	100		
27.9.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,69	-0,69	0
27.9.2012		Dividenda - USA	GS	1	4,6	4,6	0
18.9.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-6,83	-6,83	0
18.9.2012		Dividenda - USA	MCD	1	45,5	45,5	0
4.9.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-4,22	-4,22	0
4.9.2012		Dividenda - USA	INTC	1	28,13	28,13	0
4.9.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	AVP	1	-3,97	-3,97	0
4.9.2012		Dividenda - USA	AVP	1	26,45	26,45	0
26.7.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-16,5	-16,5	0
26.7.2012		Dividenda - USA	NLY	1	110	110	0
16.7.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-13,31	-13,31	0
16.7.2012		Dividenda - USA	PWE	1	88,72	88,72	0
16.7.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	KFT	1	-4,35	-4,35	0
16.7.2012		Dividenda - USA	KFT	1	29	29	0
16.7.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,02	-3,02	0
16.7.2012		Dividenda - USA	CINF	1	20,13	20,13	0
13.7.2012	Nákup	Nákup	PWE	12,97	150	-1 955,45	9,95
9.7.2012	Převod mezi měnami	Prodej	CZK	0,0469	## #####	1 641,50	0
9.7.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-8,82	-8,82	0
9.7.2012		Dividenda - USA	MRK	1	58,8	58,8	0
2.7.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	VE	1	-127,67	-127,67	0
2.7.2012		Dividenda - USA	VE	1	425,58	425,58	0
28.6.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	TM	1	-2,65	-2,65	0
28.6.2012		Dividenda - USA	TM	1	-0,2	-0,2	0
28.6.2012		Dividenda - USA	TM	1	37,86	37,86	0
28.6.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,69	-0,69	0
28.6.2012		Dividenda - USA	GS	1	4,6	4,6	0
15.6.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-6,83	-6,83	0
15.6.2012		Dividenda - USA	MCD	1	45,5	45,5	0
1.6.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-3,94	-3,94	0
1.6.2012		Dividenda - USA	INTC	1	26,25	26,25	0
1.6.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	AVP	1	-3,97	-3,97	0
1.6.2012		Dividenda - USA	AVP	1	26,45	26,45	0
26.4.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-16,5	-16,5	0
26.4.2012		Dividenda - USA	NLY	1	110	110	0
16.4.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-13,53	-13,53	0
16.4.2012		Dividenda - USA	PWE	1	90,2	90,2	0
16.4.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	KFT	1	-4,35	-4,35	0

16.4.2012		Dividenda - USA	KFT	1	29	29	0
16.4.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,02	-3,02	0
16.4.2012		Dividenda - USA	CINF	1	20,13	20,13	0
13.4.2012	Nákup	Nákup	MCD	98,44	50	-4 929,95	7,95
10.4.2012	Převod mezi měnami	Nákup	USD	19,151	4 520,00		
9.4.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-8,82	-8,82	0
9.4.2012		Dividenda - USA	MRK	1	58,8	58,8	0
29.3.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,53	-0,53	0
29.3.2012		Dividenda - USA	GS	1	3,5	3,5	0
15.3.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-1,58	-1,58	0
15.3.2012		Dividenda - USA	MCD	1	10,5	10,5	0
1.3.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-3,94	-3,94	0
1.3.2012		Dividenda - USA	INTC	1	26,25	26,25	0
1.3.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	AVP	1	-3,97	-3,97	0
1.3.2012		Dividenda - USA	AVP	1	26,45	26,45	0
26.1.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-17,1	-17,1	0
26.1.2012		Dividenda - USA	NLY	1	114	114	0
17.1.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-13,19	-13,19	0
17.1.2012		Dividenda - USA	PWE	1	87,9	87,9	0
17.1.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,02	-3,02	0
17.1.2012		Dividenda - USA	CINF	1	20,13	20,13	0
13.1.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	KFT	1	-4,35	-4,35	0
13.1.2012		Dividenda - USA	KFT	1	29	29	0
17.1.2012	Převod mezi měnami	Nákup	USD	20,645	2 063,85		
17.1.2012	Nákup	Nákup	AVP	17,86	115	-2 063,85	9,95
9.1.2012		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-8,82	-8,82	0
9.1.2012		Dividenda - USA	MRK	1	58,8	58,8	0
29.12.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,53	-0,53	0
29.12.2011		Dividenda - USA	GS	1	3,5	3,5	0
21.12.2011	Nákup	Nákup	VE	10,56	140	-1 488,35	9,95
16.12.2011	Převod mezi měnami	Prodej	CZK	0,0503	#####	1 005,02	0
15.12.2011		Dividenda - USA	MCD	1	10,5	10,5	0
15.12.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-1,58	-1,58	0
12.12.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	TM	1	-1,79	-1,79	0
12.12.2011		Dividenda - USA	TM	1	-0,17	-0,17	0
12.12.2011		Dividenda - USA	TM	1	25,6	25,6	0
1.12.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-3,94	-3,94	0
1.12.2011		Dividenda - USA	INTC	1	26,25	26,25	0
10.11.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,48	2 595,85		
10.11.2011	Nákup	Nákup	VE	13,61	190	-2 595,85	9,95

27.10.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-18	-18	0
27.10.2011		Dividenda - USA	NLY	1	120	120	0
17.10.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-13,35	-13,35	0
17.10.2011		Dividenda - USA	PWE	1	88,98	88,98	0
17.10.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3,02	-3,02	0
17.10.2011		Dividenda - USA	CINF	1	20,13	20,13	0
14.10.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	KFT	1	-4,35	-4,35	0
14.10.2011		Dividenda - USA	KFT	1	29	29	0
7.10.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-7,98	-7,98	0
7.10.2011		Dividenda - USA	MRK	1	53,2	53,2	0
29.9.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,53	-0,53	0
29.9.2011		Dividenda - USA	GS	1	3,5	3,5	0
16.9.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-1,37	-1,37	0
16.9.2011		Dividenda - USA	MCD	1	9,15	9,15	0
16.9.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,356	2 046,95		
16.9.2011	Nákup	Nákup	VE	13,58	150	-2 046,95	9,95
1.9.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-3,94	-3,94	0
1.9.2011		Dividenda - USA	INTC	1	26,25	26,25	0
3.8.2011	Nákup	Nákup	NLY	16,657	100	-1 673,66	7,95
29.7.2011	Převod mezi měnami	Prodej	CZK	0,0582	#####	1 104,97	0
28.7.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-9,75	-9,75	0
28.7.2011		Dividenda - USA	NLY	1	65	65	0
15.7.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-14,12	-14,12	0
15.7.2011		Dividenda - USA	PWE	1	94,15	94,15	0
15.7.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3	-3	0
15.7.2011		Dividenda - USA	CINF	1	20	20	0
14.7.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	KFT	1	-4,36	-4,36	0
14.7.2011		Dividenda - USA	KFT	1	29	29	0
8.7.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-7,98	-7,98	0
8.7.2011		Dividenda - USA	MRK	1	53,2	53,2	0
1.7.2011		Dividenda - USA	TM	1	-0,17	-0,17	0
1.7.2011		Dividenda - USA	TM	1	1,17	1,17	0
30.6.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	TM	1	-2,62	-2,62	0
30.6.2011		Dividenda - USA	TM	1	-1,17	-1,17	0
30.6.2011		Dividenda - USA	TM	1	37,35	37,35	0
29.6.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,53	-0,53	0
29.6.2011		Dividenda - USA	GS	1	3,5	3,5	0
15.6.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-1,37	-1,37	0
15.6.2011		Dividenda - USA	MCD	1	9,15	9,15	0
8.6.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,217	2 690,35		
8.6.2011	Nákup	Nákup	BRK B	76,64	35	-2 690,35	7,95

1.6.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-3,4	-3,4	0
1.6.2011		Dividenda - USA	INTC	1	22,65	22,65	0
27.4.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	NLY	1	-9,3	-9,3	0
27.4.2011		Dividenda - USA	NLY	1	62	62	0
29.4.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	16,912	2 902,45		
29.4.2011	Nákup	Nákup	BRK B	82,7	35	-2 902,45	7,95
15.4.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-14,06	-14,06	0
15.4.2011		Dividenda - USA	PWE	1	93,7	93,7	0
15.4.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	CINF	1	-3	-3	0
15.4.2011		Dividenda - USA	CINF	1	20	20	0
14.4.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	KFT	1	-4,35	-4,35	0
14.4.2011		Dividenda - USA	KFT	1	29	29	0
7.4.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-7,98	-7,98	0
7.4.2011		Dividenda - USA	MRK	1	53,2	53,2	0
30.3.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,52	-0,52	0
30.3.2011		Dividenda - USA	GS	1	3,5	3,5	0
24.3.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,531	2 492,85		
24.3.2011	Nákup	Nákup	TM	82,83	30	-2 492,85	7,95
15.3.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MCD	1	-1,37	-1,37	0
15.3.2011		Dividenda - USA	MCD	1	9,15	9,15	0
1.3.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-3,37	-3,37	0
1.3.2011		Dividenda - USA	INTC	1	22,46	22,46	0
14.2.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,899	2 318,55		
14.2.2011	Nákup	Nákup	MRK	33	70	-2 318,55	8,55
8.2.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,828	3 083,35		
8.2.2011	Nákup	Nákup	KFT	30,75	100	-3 083,35	8,35
3.2.2011	Vklad	fiktivni vklad nebo vyber CP	MDLZ	30,75	100		
3.2.2011	Výběr	fiktivni vklad nebo vyber CP	KFT	30,75	100		
19.1.2011		Storno: Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-4,54	-4,54	0
19.1.2011		Storno: Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	7,56	7,56	0
19.1.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-7,56	-7,56	0
19.1.2011		Dividenda - USA	PWE	1	30,25	30,25	0
12.1.2011	Převod mezi měnami	Nákup	USD	19,316	1 614,55		
12.1.2011	Nákup	Nákup	CINF	32,12	50	-1 614,55	8,55
7.1.2011		Daň z divid. zaplacená v USA	MRK	1	-3,99	-3,99	0
7.1.2011		Dividenda - USA	MRK	1	26,6	26,6	0
6.1.2011	Převod mezi	Nákup	USD	19,245	1 796,85		

	měnami						
6.1.2011	Nákup	Nákup	NLY	17,885	100	-1 796,85	8,35
30.12.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,52	-0,52	0
30.12.2010		Dividenda - USA	GS	1	3,5	3,5	0
17.12.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-4,48	-4,48	0
17.12.2010		Dividenda - USA	PWE	1	29,87	29,87	0
16.12.2010	Nákup	Nákup	MCD	77,56	15	-1 171,80	8,4
13.12.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	19,468	1 100,00		
1.12.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-2,95	-2,95	0
1.12.2010		Dividenda - USA	INTC	1	19,69	19,69	0
17.11.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-4,48	-4,48	0
17.11.2010		Dividenda - USA	PWE	1	29,84	29,84	0
19.11.2010	Nákup	Nákup	MRK	34,12	20	-690,95	8,55
16.11.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,409	450		
22.10.2010	Nákup	Nákup	MRK	36,74	50	-1 845,55	8,55
19.10.2010	Převod mezi měnami	Prodej	CZK	0,0558	#####	1 951,27	0
19.10.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-4,47	-4,47	0
19.10.2010		Dividenda - USA	PWE	1	29,82	29,82	0
15.10.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,025	1 409,55		
15.10.2010	Nákup	Nákup	TM	70,05	20	-1 409,55	8,55
30.9.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,52	-0,52	0
30.9.2010		Dividenda - USA	GS	1	3,5	3,5	0
17.9.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-7,31	-7,31	0
17.9.2010		Dividenda - USA	PWE	1	48,76	48,76	0
1.9.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-1,77	-1,77	0
1.9.2010		Dividenda - USA	INTC	1	11,81	11,81	0
24.8.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	19,725	957,05		
24.8.2010	Nákup	Nákup	INTC	18,97	50	-957,05	8,55
16.8.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-5,08	-5,08	0
16.8.2010		Dividenda - USA	PWE	1	33,84	33,84	0
16.8.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	19,167	1 939,35		
16.8.2010	Nákup	Nákup	PWE	19,31	100	-1 939,35	8,35
19.7.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-5,07	-5,07	0
19.7.2010		Dividenda - USA	PWE	1	33,78	33,78	0
29.6.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,26	-0,26	0
29.6.2010		Dividenda - USA	GS	1	1,75	1,75	0
17.6.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-5,12	-5,12	0

17.6.2010		Dividenda - USA	PWE	1	34,16	34,16	0
8.6.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	21,352	726,1		
8.6.2010	Nákup	Nákup	GS	143,6	5	-726,1	8,1
4.6.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	21,163	1 225,35		
4.6.2010	Nákup	Nákup	YHOO	15,21	80	-1 225,35	8,55
1.6.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-1,78	-1,78	0
1.6.2010		Dividenda - USA	INTC	1	11,85	11,85	0
17.5.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-3,37	-3,37	0
17.5.2010		Dividenda - USA	PWE	1	22,49	22,49	0
11.5.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	20,651	1 425,35		
11.5.2010	Nákup	Nákup	PWE	17,71	80	-1 425,35	8,55
19.4.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-2,36	-2,36	0
19.4.2010		Dividenda - USA	PWE	1	15,75	15,75	0
16.4.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,819	1 031,05		
16.4.2010	Nákup	Nákup	PWE	20,45	50	-1 031,05	8,55
31.3.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,26	-0,26	0
31.3.2010		Dividenda - USA	GS	1	1,75	1,75	0
24.3.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	APC	1	-0,27	-0,27	0
24.3.2010		Dividenda - USA	APC	1	1,8	1,8	0
17.3.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-4,3	-4,3	0
17.3.2010		Dividenda - USA	PWE	1	28,66	28,66	0
11.3.2010	Převod mezi měnami	Nákup	CZK	0,0544	#####	-1 887,99	0
11.3.2010	Prodej	Prodej	PWE	21,07	90	1 887,99	8,31
11.3.2010	Převod mezi měnami	Nákup	CZK	0,0544	#####	-1 426,95	0
11.3.2010	Prodej	Prodej	APC	71,75	20	1 426,95	8,05
1.3.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-0,71	-0,71	0
1.3.2010		Dividenda - USA	INTC	1	4,73	4,73	0
17.2.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-4,16	-4,16	0
17.2.2010		Dividenda - USA	PWE	1	27,72	27,72	0
9.2.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	19,09	497,54		
9.2.2010	Nákup	Nákup	INTC	19,58	25	-497,54	8,04
8.2.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,954	277,11		
8.2.2010	Nákup	Nákup	INTC	19,79	14	-277,11	0,05
8.2.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,954	126,71		

8.2.2010	Nákup	Nákup	INTC	19,79	6	-126,71	7,97
20.1.2010		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-3,06	-3,06	0
20.1.2010		Dividenda - USA	PWE	1	20,39	20,39	0
19.1.2010	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,407	1 007,10		
19.1.2010	Nákup	Nákup	PWE	18,15	55	-1 007,10	8,85
30.12.2009		Daň z divid. zaplacená v USA	GS	1	-0,26	-0,26	0
30.12.2009		Dividenda - USA	GS	1	1,75	1,75	0
23.12.2009		Daň z divid. zaplacená v USA	APC	1	-0,27	-0,27	0
23.12.2009		Dividenda - USA	APC	1	1,8	1,8	0
17.12.2009		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-2,96	-2,96	0
17.12.2009		Dividenda - USA	PWE	1	19,76	19,76	0
1.12.2009		Daň z divid. zaplacená v USA	INTC	1	-0,63	-0,63	0
1.12.2009		Dividenda - USA	INTC	1	4,2	4,2	0
16.11.2009		Daň z divid. zaplacená v USA	PWE	1	-1,92	-1,92	0
16.11.2009		Dividenda - USA	PWE	1	12,81	12,81	0
16.11.2009	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,342	898,55		
16.11.2009	Nákup	Nákup	GS	178,09	5	-898,55	8,1
10.11.2009		Daň z divid. zaplacená v USA	AXP	1	-0,54	-0,54	0
10.11.2009		Dividenda - USA	AXP	1	3,6	3,6	0
10.11.2009	Převod mezi měnami	Nákup	CZK	0,0582	#####	-736,42	0
10.11.2009	Prodej	Prodej	AXP	37,25	20	736,42	8,58
6.11.2009	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,152	856,35		
6.11.2009	Nákup	Nákup	PWE	16,95	50	-856,35	8,85
3.11.2009	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,344	648,49		
3.11.2009	Nákup	Nákup	YHOO	16,01	40	-648,49	8,09
3.11.2009	Převod mezi měnami	Nákup	USD	18,344	582,86		
3.11.2009	Nákup	Nákup	INTC	19,16	30	-582,86	8,06
27.10.2009	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,571	689,65		
27.10.2009	Nákup	Nákup	PWE	17,02	40	-689,65	8,85
22.10.2009	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,694	1 354,35		
22.10.2009	Nákup	Nákup	APC	67,29	20	-1 354,35	8,55
19.10.2009	Převod mezi měnami	Nákup	USD	17,732	829,35		
19.10.2009	Nákup	Nákup	PWE	16,41	50	-829,35	8,85
28.9.2009	Převod	Nákup	USD	17,292	689,55		

	mezi měnami						
28.9.2009	Nákup	Nákup	AXP	34,05	20	-689,55	8,55