

Červen 2026

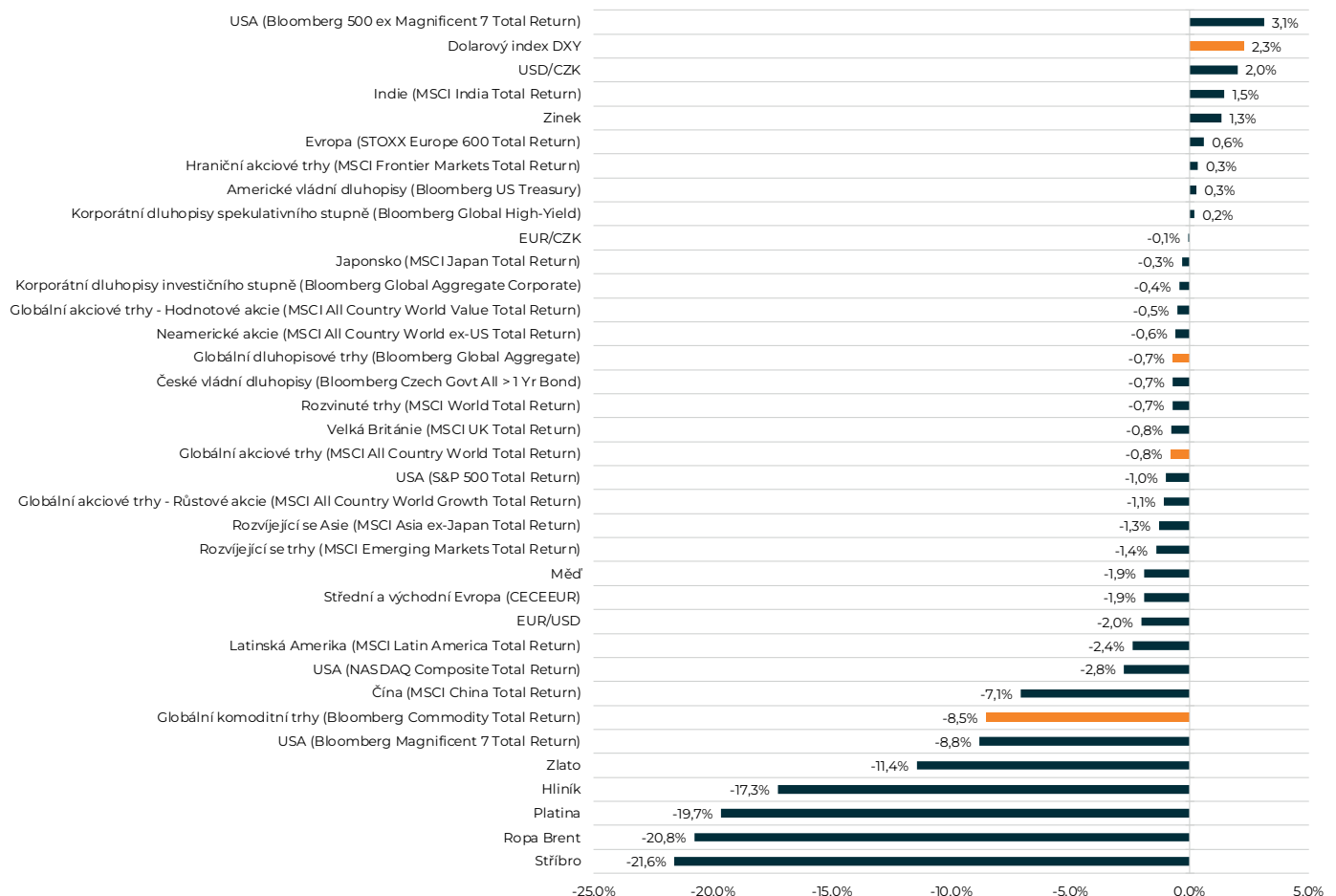
**MICHAL STUPAVSKÝ, CFA**  
INVESTIČNÍ STRATÉG SKUPINY CONSEQ  
2. ČERVENCE 2026



## VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV V ČERVNU

Nálada na finančních trzích se v průběhu června poněkud ochladila. Dobře to ilustrovalo poměrně výrazné posílení dolaru, když dolarový index DXY posílil o 2,3 % na hladinu 101,2 bodů. Právě především kvůli posílení dolaru odepsal globální dluhopisový index Bloomberg Global Aggregate 0,7 %. Index českých vládních dluhopisů agentury Bloomberg naopak připsal korunový zisk 1,3 %. Akciové trhy dle globálního indexu MSCI All Country World Total Return odepsaly 0,8 %. Ze sledovaných akciových indexů připsal největší ztrátu na úrovni -8,8 % index Bloomberg Magnificent 7 Total Return. Cena severomořské ropy Brent prudce poklesla o 20,8 % na 73 dolarů za barel a cena zlata poklesla také velmi výrazně o 11,4 % na 4039 dolarů za trojskou uncí.

### VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV V ČERVNU (V USD)

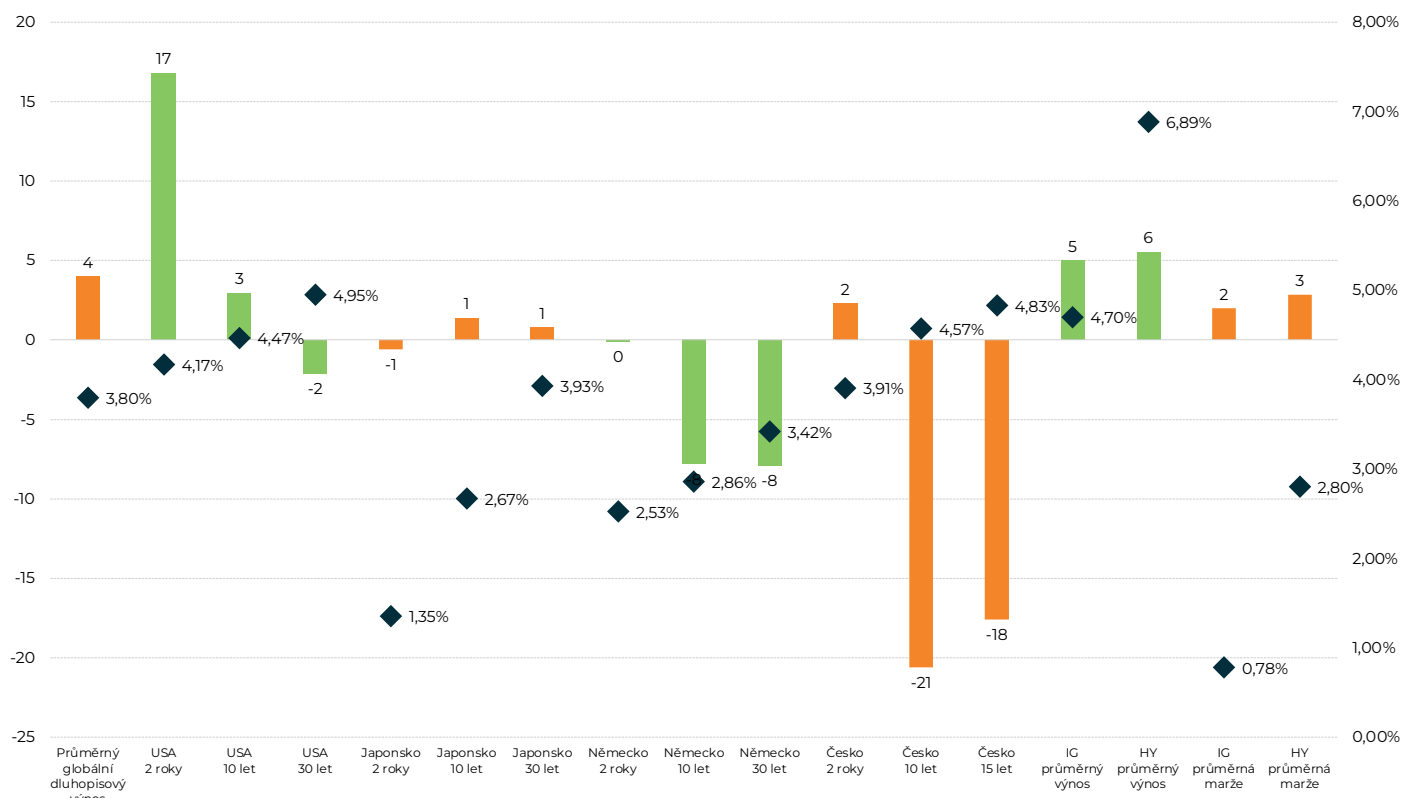


Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti Bloomberg Global Aggregate Yield to Worst vzrostl velice mírně o čtyři bazické body na 3,80 %. Výnos do doby splatnosti českého vládního dluhopisu s desetiletou splatností poklesl o 21 bazických bodů na 4,57 %. Průměrná globální kreditní marže na korporátních high-yieldech Bloomberg Global High Yield Average OAS vzrostla o tři bazické body na 2,80 %.

## POHYB DLUHOPISOVÝCH VÝNOSŮ DO DOBY SPLATNOSTI A KREDITNÍCH MARŽÍ V ČERVNU

- Změna dluhopisového výnosu a kreditní marže (v bazických bodech, levá osa)
- ◆ Aktuální úroveň dluhopisového výnosu a kreditní marže (pravá osa)

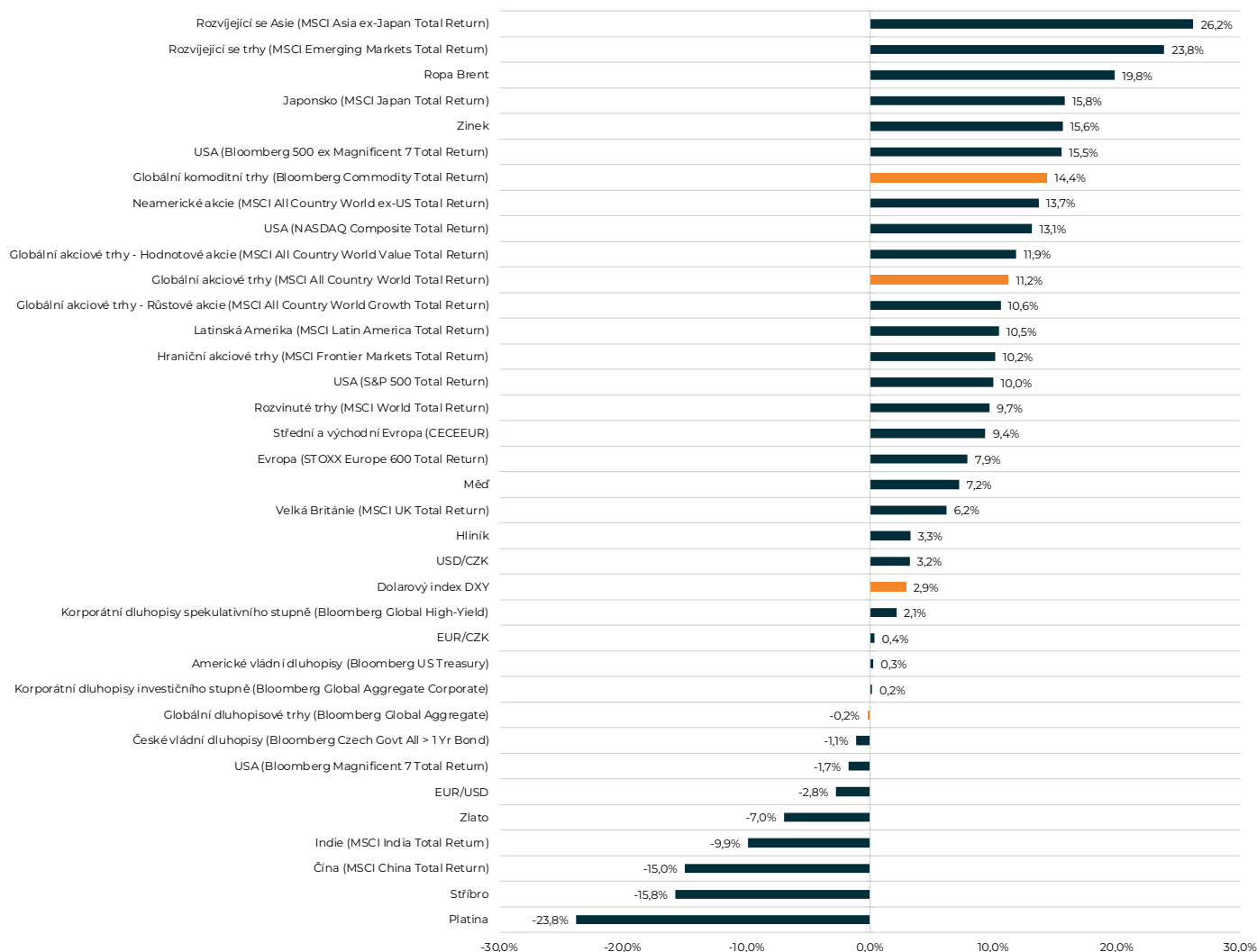


Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

# VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV ZA PRVNÍ POLOLETÍ

Dolar posílil dle dolarového indexu DXY o 2,9 %. Globální dluhopisový index Bloomberg Global Aggregate odepsal 0,2 %, globální index korporátních high-yieldů Bloomberg Global High-Yield připsal zisk 2,1 % a index českých vládních dluhopisů připsal korunový zisk 2,1 %. Globální akciový index MSCI All Country World Total Return připsal zisk 11,2 % s tím, že se sledovaných akciových indexů největší zisk +26,2 % připsala rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan Total Return) a naopak největší ztrátu na úrovni -15,0 % zaznamenaly čínské akcie (MSCI China Total Return). Index Úžasné sedmičky – Bloomberg Magnificent 7 Total Return – pak připsal ztrátu -1,7 %.

## VÝKONNOST INVESTIČNÍCH AKTIV ZA PRVNÍ POLOLETÍ (V USD)

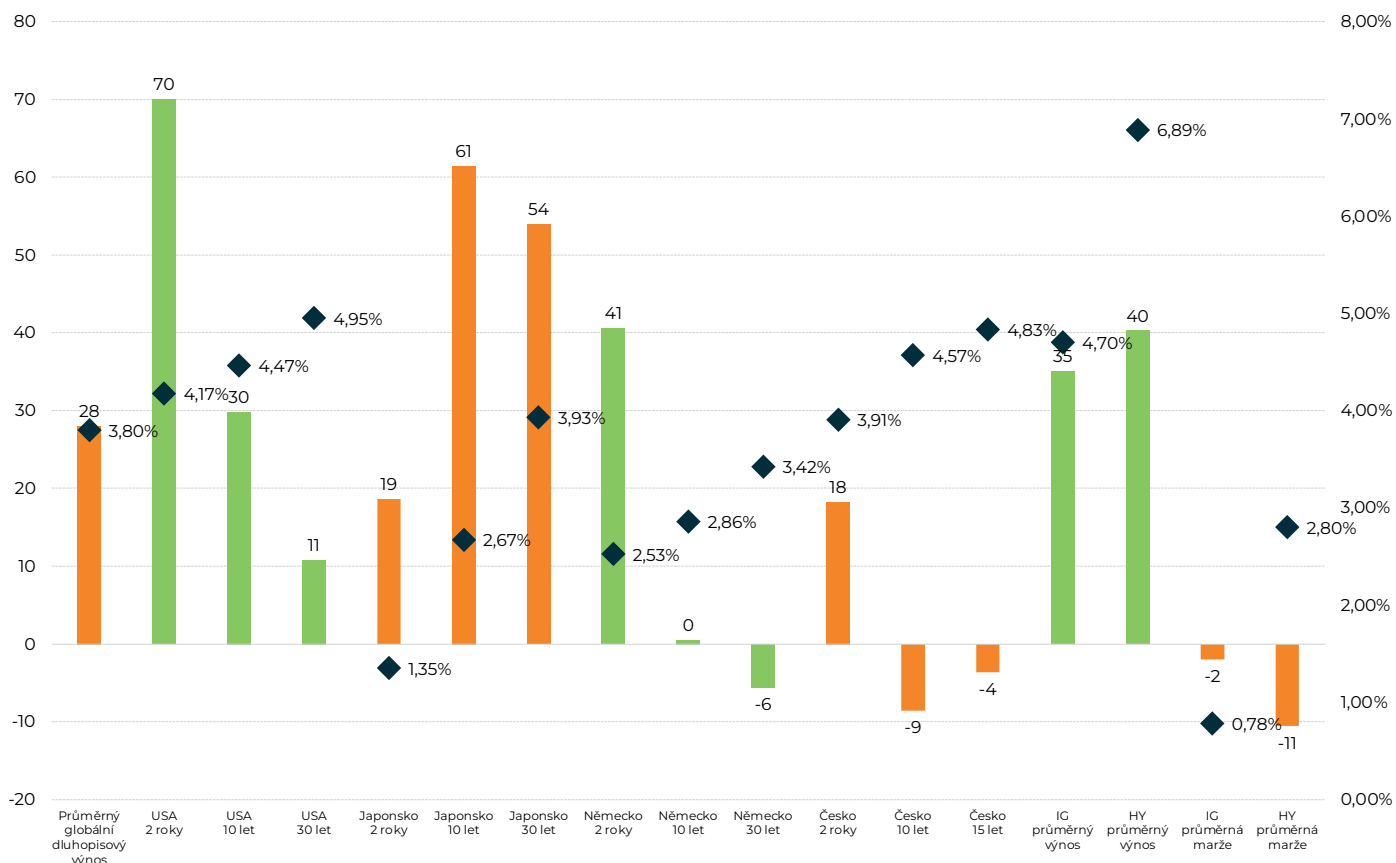


Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti Bloomberg Global Aggregate Yield to Worst vzrostl poměrně výrazně o 28 bazických bodů. Výnos do doby splatnosti českého vládního dluhopisu s desetiletou splatností poklesl o devět bazických bodů. Průměrná globální kreditní marže na korporátních high-yieldech Bloomberg Global High Yield Average OAS poklesla o 11 bazických bodů.

## POHYB DLUHOPISOVÝCH VÝNOSŮ DO DOBY SPLATNOSTI A KREDITNÍCH MARŽÍ ZA PRVNÍ POLOLETÍ

- Změna dluhopisového výnosu a kreditní marže (v bazických bodech, levá osa)
- ◆ Aktuální úroveň dluhopisového výnosu a kreditní marže (pravá osa)



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

# ALOKACE KAPITÁLU: NEJDŮLEŽITĚJŠÍ ÚKOL KAŽDÉHO CEO

## ÚVOD

Alokace kapitálu patří mezi nejdůležitější faktory dlouhodobé tvorby hodnoty pro akcionáře. Přesto bývá v praxi často podceňována. Investoři se při analýze firem obvykle soustředí na růst tržeb, marže, ziskovost, velikost trhu, konkurenční výhody nebo krátkodobý vývoj ceny akcií. To vše je důležité, ale samo o sobě to nestačí. Stejně podstatné je, jak management nakládá s penězi, které firma vygeneruje. Jinými slovy, nestačí, aby společnost produkovala volný peněžní tok (FCF – Free cash flow). Klíčové je, jak tento volný peněžní tok následně využije. Právě v tom se často nejlépe ukazuje skutečná kvalita managementu.

## PĚT MOŽNOSTÍ, JAK ALOKOVAT VYGENEROVANÉ Kladné VOLNÉ CASH FLOW

Alokace kapitálu znamená rozhodování o tom, kam nasměrovat kapitál, který má firma k dispozici. V centru pozornosti je především volný peněžní tok, tedy hotovost, která zůstane po pokrytí provozních nákladů a investic nezbytných k udržení stávající pozice firmy. Tento kapitál může management využít několika základními způsoby. Může investovat do interního růstu, například do nových výrobních kapacit, technologií, obchodních poboček, výzkumu a vývoje nebo digitální infrastruktury. Může také usilovat o externí růst prostřednictvím fúzí a akvizic. Další možností je vyplácet dividendy, odkupovat vlastní akcie nebo snižovat zadlužení. Každá z těchto možností může být za určitých okolností správná, ale každá může také hodnotu ničit, pokud je použita ve špatný čas, za špatnou cenu nebo bez dostatečné disciplíny.

## ZÁKLADNÍ PRINCIP ALOKACE KAPITÁLU

Základní princip je relativně jednoduchý. Management by měl kapitál alokovat tam, kde očekává nejvyšší rizikové očištěnou návratnost, a zároveň by tato rozhodnutí měla odpovídat specifickým charakteristikám dané firmy. Jinou kapitálovou strategií bude mít mladá rychle rostoucí technologická společnost, jinou stabilní defenzivní firma a jinou cyklický průmyslový podnik. Neexistuje univerzální recept platný pro všechny společnosti. Správná alokace kapitálu vždy závisí na kvalitě podnikatelského modelu, návratnosti investovaného kapitálu (ROIC – Return on invested capital), dostupných růstových příležitostech, finanční páce, stabilitě cash flow, ocenění akcií a celkovém ekonomickém prostředí.

## MOŽNOST Č. 1: INTERNÍ RŮST

První možností je interní růst, tedy reinvestice kapitálu zpět do vlastního podnikání. Pro mnoho kvalitních firem jde o neatraktivnější způsob využití peněz. Pokud společnost dokáže reinvestovat kapitál s vysokou návratností, vytváří tím velmi silný motor dlouhodobého zhodnocování. Firma, která má vysokou návratnost investovaného kapitálu a zároveň dostatek příležitostí, kam může tento kapitál dále umísťovat za podobně atraktivních podmínek, může dlouhodobě zvyšovat svou vnitřní hodnotu velmi rychlým tempem. Právě proto investoři často oceňují společnosti s dlouhou růstovou dráhou a trvalými konkurenčními výhodami vyššími valuačními násobky.

Interní růst však sám o sobě automaticky neznamená tvorbu hodnoty. Růst je hodnototvorný pouze tehdy, pokud návratnost nově investovaného kapitálu převyšuje náklady kapitálu ( $ROIC > WACC$ ). Pokud firma investuje do expanze, nových kapacit nebo nových produktů, ale výnosnost těchto investic je nízká, může být výsledkem pouze větší, ale méně efektivní společnost. To je častá chyba. Managementy mají přirozenou tendenci růst, protože větší firma obvykle znamená větší prestiž, větší vliv a někdy i vyšší odměny pro vedení. Pro akcionáře je však důležité nikoli to, zda je firma větší, ale zda je hodnota jejich podílu vyšší. Růst bez adekvátní návratnosti kapitálu není skutečnou tvorbou hodnoty.

## MOŽNOST Č. 2: EXTERNÍ RŮST PROSTŘEDNICTVÍM FÚZÍ A AKVIZIC

Druhou možností je externí růst prostřednictvím fúzí a akvizic. Akvizice mohou být velmi efektivním nástrojem, pokud firma kupuje aktiva, značky, technologie, zákaznické vztahy nebo distribuční kanály za cenu nižší, než je jejich skutečná ekonomická hodnota. Dobře provedené akvizice mohou urychlit strategický rozvoj společnosti, otevřít nové trhy, posílit konkurenční pozici, zvýšit úspory z rozsahu nebo doplnit produktové portfolio. Některé společnosti mají v této oblasti dlouhodobě výborné výsledky, protože dokážou systematicky nakupovat menší firmy ve fragmentovaných odvětvích, efektivně je integrovat a zvyšovat jejich výkonnost.

Na druhou stranu právě akvizice patří mezi oblasti, kde managementy často dělají největší chyby. Transakce bývají uzavírány v době optimizmu, kdy jsou valuační vysoké, financování snadno dostupné a důvěra vedení v budoucnost firmy na vrcholu. V konkurenčních aukčních procesech může cena rychle vystoupat na úroveň, která kupujícímu nechává jen malý prostor pro chybu. Slibované synergie se navíc nemusí naplnit, integrace může být náročnější, než se čekalo, a management se může příliš soustředit na akvizici na úkor každodenního řízení hlavního byznysu. Akvizice, která v prezentaci působí strategicky logicky, může být ekonomicky velmi špatná, pokud je za ni zaplácena příliš vysoká cena.

## MOŽNOST Č. 3: DIVIDENDY

Třetím způsobem alokace kapitálu jsou dividendy. Ty jsou pro mnoho investorů atraktivní, protože představují přímý a srozumitelný návrat hotovosti akcionářům. U zralých firem se stabilními peněžními toky a omezenými růstovými příležitostmi může být pravidelná dividenda velmi rozumným řešením. Dividenda také může působit jako disciplinující mechanismus, protože omezuje množství volné hotovosti, kterou by management mohl použít na méně atraktivní projekty nebo předražené akvizice. Pro příjmově orientované investory představují dividendy důležitou složku celkového výnosu.

Ani dividendy by však neměly být vnímány jako automaticky nejlepší řešení. Pokud má firma možnost reinvestovat kapitál s vysokou návratností, příliš vysoká dividenda může dlouhodobou tvorbu hodnoty brzdit. Stejně tak může být problémem dividenda, která je nastavena příliš agresivně a neodpovídá cykličnosti nebo rizikovosti podnikání. V horších časech se pak management může dostat pod tlak dividendu udržet, i když by bylo racionálnější peníze ponechat ve firmě nebo snížit zadlužení. Dobrá dividendová politika by proto měla být udržitelná, rozumná a v souladu s ekonomickou realitou firmy.

## MOŽNOST Č. 4: ODKUPY VLASTNÍCH AKCIÍ

Čtvrtou možností jsou odkupy vlastních akcií. Ty mohou být mimořádně silným nástrojem tvorby hodnoty, ale pouze za určitých podmínek. Odkup akcií vytváří hodnotu tehdy a jen tehdy, když společnost nakupuje vlastní akcie za cenu nižší, než je jejich fundamentální vnitřní hodnota. V takové situaci se zvyšuje podíl zbývajících akcionářů na celém podniku a roste vnitřní hodnota připadající na jednu akcii. Odkupy jsou obzvláště atraktivní tehdy, když má firma silný volný peněžní tok, zdravou rozvahu, omezené lepší investiční příležitosti a akcie se obchodují s výrazným diskontem vůči konzervativnímu odhadu vnitřní hodnoty.

Problémem je, že mnoho firem přistupuje k odkupům právě opačně, než by mělo. Akcie často masivně odkupují v dobrých časech, kdy jsou zisky vysoko, nálada na trhu pozitivní a valuace napjaté. Naopak v obdobích krize, kdy cena akcií výrazně klesne a odkupy by mohly být nejatraktivnější, firmy programy omezují nebo zastavují, protože se obávají o likviditu. Odkupy by proto měly být řízeny stejnou investiční logikou, jakou by management použil při nákupu jakéhokoli jiného aktiva. Základní otázka zní: obchodují se naše akcie pod vnitřní hodnotou? Pokud ano, může být odkup velmi výhodný. Pokud ne, může i zdánlivě akcionářsky přátelský krok hodnotu ničit.

## MOŽNOST Č. 5: SNIŽOVÁNÍ DLUHU

Pátou možností je snižování dluhu. Na první pohled může působit méně atraktivně než růstové investice, akvizice nebo odkupy akcií, ale v mnoha situacích může jít o mimořádně důležité rozhodnutí. Snižování zadlužení snižuje finanční riziko, zvyšuje odolnost firmy vůči recesi, snižuje úrokové náklady a zlepšuje strategickou flexibilitu. Silná rozvaha má velkou hodnotu zejména v cyklických a kapitálově náročných odvětvích. Firma s nízkým zadlužením může v obtížných časech investovat, nakupovat aktiva za nízké ceny nebo posilovat tržní pozici, zatímco konkurenti s vysokým dluhem jsou nuceni šetřit, prodávat majetek nebo vydávat nové akcie za nevýhodných podmínek.

Ani snižování dluhu však není vždy nejvýhodnější možností. Pokud má firma již nyní konzervativní rozvahu a zároveň má k dispozici atraktivní investiční příležitosti, může být příliš agresivní splácení dluhu méně vhodné než reinvestice do růstu nebo odkupy podhodnocených akcií. Cílem tedy nemusí být nulové zadlužení, ale optimální struktura kapitálu. Ta závisí na stabilitě cash flow, citlivosti byznysu na ekonomický cyklus, výši úrokových sazeb, možnostech refinancování a kvalitě aktiv. Dobrý management chápe rozvahu jako strategický nástroj, nikoli jen jako účetní výkaz.

## NÁKLADY PŘÍLEŽITOSTI

Klíčovým konceptem alokace kapitálu jsou náklady příležitosti. Každá koruna použitá na jednu věc už nemůže být použita na věc jinou. Pokud firma utratí kapitál za akvizici, nemůže ho současně použít na snížení dluhu, dividendu, odkup akcií nebo interní investici. Proto nestačí hodnotit jednotlivé projekty izolovaně. Důležitá otázka zní, zda dané použití kapitálu představuje nejlepší dostupnou alternativu. V praxi je to náročné, protože uvnitř firmy často existuje mnoho konkurenčních požadavků na kapitál. Jednotlivé divize prezentují své projekty jako strategicky nezbytné a management musí rozhodnout, které z nich skutečně vytvářejí nejvyšší hodnotu.

## CÍLEM BY MĚLA BÝT MAXIMALIZACE VNITŘNÍ HODNOTY NA AKCII V DLOUHODOBÉM HORIZONTU

Z pohledu akcionářů by konečným cílem neměl být růst velikosti firmy, růst tržeb ani samotný růst účetního zisku. Cílem by měla být maximalizace vnitřní hodnoty na akcii v dlouhodobém horizontu. Firma může rychle růst, ale pokud tento růst vyžaduje obrovské množství kapitálu s nízkou návratností, akcionáři na tom být lépe nemusí. Firma může zvýšit zisk na akcii díky odkupům, ale pokud akcie nakupuje za příliš vysokou cenu, dlouhodobou hodnotu snižuje. Firma může oznámit velkou akvizici, která jí udělá větší a mediálně viditelnější, ale pokud návratnost investice neodpovídá zaplacené ceně, jde o špatné rozhodnutí.

## VÝBORNÍ ALOKÁTOŘI KAPITÁLU MYSLÍ JAKO VLASTNÍCI

Výborní alokátoři kapitálu proto myslí jako vlastníci. Neptají se jen, zda určitý krok vypadá strategicky zajímavě nebo zdalepší krátkodobé finanční ukazatele. Ptají se, zda zvýší hodnotu jedné akcie za pět, deset nebo patnáct let. To vyžaduje disciplínu, trpělivost a schopnost odolat tlaku okolí. Někdy je nejlepší rozhodnutí nedělat nic. Pokud jsou akviziční ceny příliš vysoké, je lepší počkat. Pokud jsou vlastní akcie drahé, není nutné je odkupovat. Pokud interní projekty nesplňují požadovanou návratnost, není rozumné do nich investovat jen proto, že firma má volnou hotovost. Trpělivost může být sama o sobě významnou konkurenční výhodou.

## MANAŽERSKÉ INCENTIVY

Velmi důležité jsou také manažerské incentivy. Management obvykle jedná podle toho, jak je hodnocen a odměňován. Pokud jsou odměny navázány hlavně na růst tržeb, velikost firmy nebo krátkodobý zisk, může to podporovat expanzi i za cenu nižší návratnosti kapitálu. Pokud jsou naopak incentivy propojeny s návratností investovaného kapitálu, volným peněžním tokem na akcii a dlouhodobým výnosem pro akcionáře, zvyšuje se pravděpodobnost racionálnější alokace kapitálu. Pozitivním signálem bývá také významný vlastnický podíl managementu, protože vedení firmy pak více sdílí ekonomický osud s ostatními akcionáři.

## HISTORIE KAPITÁLOVÉ ALOKACE BÝVÁ JEDNÍM Z NEJLEPŠÍCH VODÍTEK PRO HODNOCENÍ KVALITY MANAGEMENTU

Investoři by měli při analýze firem sledovat nejen to, kolik peněz společnost generuje, ale především to, co s těmito penězi dělá. Historie kapitálové alokace bývá jedním z nejlepších vodítek pro hodnocení kvality managementu. Je dobré se ptát, zda minulé investice skutečně vedly k vyšším tržbám, ziskům a návratnosti kapitálu. Zda akvizice přinesly slibované synergie, nebo spíše následně odpisy goodwillu. Zda odkupy probíhaly v obdobích nízkého ocenění, nebo naopak na vrcholu trhu. Zda byla dividenda udržitelná. Zda dluh zůstal na rozumné úrovni. A zda management dokázal konzistentně vysvětlit své priority.

## ALOKACE KAPITÁLU JE JEDNOU Z NEJDŮLEŽITĚJŠÍCH POVINNOSTÍ KAŽDÉHO GENERÁLNÍHO ŘEDITELE

Alokace kapitálu je tedy jednou z nejdůležitějších povinností každého generálního ředitele. Není to technická finanční disciplína, kterou lze delegovat pouze na finanční oddělení. Je to strategické rozhodování o budoucnosti celé firmy. Každá koruna volného cash flow má svou alternativní hodnotu a způsob jejího využití ovlivňuje dlouhodobou prosperitu společnosti i výnos akcionářů. Nejlepší CEO kombinují hluboké porozumění vlastnímu podnikání s investičním myšlením. Vědí, kdy investovat do růstu, kdy nakupovat jiné firmy, kdy vrátit kapitál akcionářům a kdy posilovat rozvahu.

## PRO INVESTORY JE ANALÝZA KAPITÁLOVÉ ALOKACE NEZBYTNOU SOUČÁSTÍ INVESTIČNÍHO PROCESU

Schopnost managementu správně alokovat kapitál může být rozdílem mezi průměrnou a vynikající investicí. Dobrá firma se špatnou alokací kapitálu může dlouhodobě zklamat. Naopak firma s rozumným byznysem, silnou rozvahou a mimořádně disciplinovaným managementem může pro akcionáře vytvořit značnou hodnotu. Pro investory je proto analýza kapitálové alokace nezbytnou součástí investičního procesu. V dlouhém období totiž nerozhoduje pouze to, kolik firma vydělá, ale především to, jak moudře s vydělanými penězi naloží.



**MICHAL STUPAVSKÝ, CFA**  
**Investiční stratég skupiny Conseq**  
 stupavsky@conseq.cz

Michal Stupavský působí v Consequ od roku 2017. Jako investiční stratég zodpovídá za globální ekonomickou analýzu, analýzu globálních akciových a dluhopisových trhů, prezentování společnosti v médiích a komunikování aplikovaných investičních strategií obchodním partnerům.

Michal má 18 let zkušeností z finančních trhů, asset managementu, investičního poradenství a velkých nadnárodních průmyslových korporací. Před svým působením v Consequ působil ve společnostech X-Trade Brokers, Orlen Unipetrol a Cemex. Je rovněž členem představenstva a vedoucím ekonomického výzkumu Prague Finance Institute.

Michal vystudoval finance a oceňování podniku na VŠE v Praze, jeden semestr strávil v Miláně na Università commerciale Luigi Bocconi a je rovněž držitelem mezinárodního titulu CFA (Chartered Financial Analyst).

Michal je autorem diplomové práce Behaviorální finance – Implikace pro investory (2011, 2016), spoluautorem první české knihy o behaviorálních financích Investor 21. století (2013) a autorem [Slovníku investora \(2020\)](#).

### Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) ani poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat. Conseq Investment Management, a.s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnost a úplnost těchto údajů a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a.s., nebo na [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz).

Zjistěte více!



**Kontaktujte nás**

fondy@conseq.cz  
 +420 225 988 225  
 www.conseq.cz