

Metodologie pro doporučení k zahraničním akciovým titulům

Doporučení jsou plánována na horizont 12 měsíců. Metodologie se opírá o dvě skupiny faktorů, které jsou při každém výběru zvažovány.

Kombinace dvou skupin faktorů

- Kvantitativně kvalitativní údaje
- Bottom-up analýza

První skupina faktorů nám umožňuje zúžit rozsáhlé univerzum veřejně obchodovatelných společností na okruh, kterému se důkladněji věnujeme. Bottom-up analýza poté slouží k propojení finančních čísel s investičním příběhem. Její nedílnou součástí je i určení vztahu mezi tím, co za společnost platíme (tržní cena) a tím, co dostáváme (hodnota akcie).

Kvantitativně kvalitativní údaje

Dělíme je do dvou skupin. První skupinu představují **provozní charakteristiky**. Jejich přínos je zejména v informacích, které poskytují o kvalitě managementu, konkurenční výhodě či růstovém trendu společnosti. Druhou skupinu tvoří **valuační statistiky**. Samy o sobě představují cennou informaci o náladě, kterou trh ve vztahu k akciím společnosti zaujímá. **Společnosti, které projdou sítím, musí splnit podmínky ve skupině provozních charakteristik a/nebo podmínky ve skupině valuačních statistik.**

1) Provozní charakteristiky – cílem naší investiční strategie je identifikovat společnosti, které jsou na provozní úrovni něčím výjimečné. Provozní charakteristiky slouží jako první (nikoliv jediný!) aspekt, který nás při výběru může nasměrovat správným směrem. Dva klíčové parametry v rámci provozních charakteristik, kterým přikládáme největší váhu, představují růst provozního zisku (u finančních institucí růst čistého zisku) a relativní úroveň návratnosti investovaného kapitálu (u finančních institucí návratnost vlastního kapitálu).

- **Růst provozního zisku** (u finančních institucí růst čistého zisku) – Zhodnocení akciové investice je funkcí kapitálového a dividendového výnosu. Kapitálový výnos pak představuje kombinaci růstu zisků a růstu valuačního násobku. Pohled do historie odhaluje, že v dlouhodobém horizontu hraje v případě snahy dosáhnout atraktivního kapitálového výnosu klíčovou roli růst zisků. Valuační násobek může kolísat mj. v závislosti na náladě na trzích, či vývoji úrokových sazeb. V delší periodě jeho příspěvek kapitálovému zhodnocení dosahuje výrazně nižších hodnot, než příspěvek daný růstem zisků. **I proto při výběru titulů preferujeme tituly s růstem provozního zisku nad úrovní průměru konkurentů.** Proč zrovna provozní zisk? Prvně se chceme při srovnání vyhnout

odlišnostem v efektivní dani jednotlivých společností, které se promítají do čistého zisku. Zisk na akcii pak může „zkreslovat“ u řady společností rozsáhlý odkup akcií. S ním klesá počet akcií v oběhu a i v situaci stagnujícího čistého zisku může docházet k růstu zisku na akcii z titulu nižší hodnoty jmenovatele (čistý zisk/počet akcií). Provozní zisk taktéž volíme s ohledem na jeho interakci s druhým sledovaným parametrem v podobě návratnosti investovaného kapitálu. **Aby společnost splnila podmínku růstu provozního zisku, musí dosáhnout v posledních pěti letech alespoň ve třech případech rychlejšího meziročního růstu, než kterého ve sledovaném období dosáhli příslušní konkurenti.** Relativní srovnání slouží k postihnutí skutečnosti, že každé odvětví je svou povahou jiné. Stanovením absolutního čísla (například meziroční růst provozního zisku 6 %) bychom mohli z výběru vyloučit sektory, procházející přechodným zpomalením, které nutně nemusí mít nekonečného trvání.

- **Relativní úroveň návratnosti investovaného kapitálu** (u finančních institucí návratnost vlastního kapitálu) – druhým zvažovaným aspektem je návratnost investovaného kapitálu. Ta v sobě ukrývá informaci o schopnosti managementu pracovat s prostředky ve prospěch hodnoty společnosti. Ekonomická přidaná hodnota se totiž utváří z rozdílu mezi návratností a náklady investovaného kapitálu (druhá nejlepší příležitost). Návratnost investovaného kapitálu je navíc klíčovým parametrem pro možnost realizovat růst provozního zisku. Ten je totiž z povahy funkcí zadržovaných prostředků a právě schopnosti managementu tyto dodatečné prostředky přeměňovat na zisk. Obě provozní charakteristiky jsou tak v úzkém vztahu. **Společnost, která projde naším sítím, by měla dosáhnout v posledních pěti letech alespoň ve třech případech vyšší hodnoty, než které ve sledovaném období dosáhl příslušný sektor.**

2) Valuační statistiky – jejich úkolem je odhalit, jak si cena akcií společnosti stojí v relativním srovnání vůči své historii a/nebo trhu. Za pomoci valuačních násobků (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA¹) tím získáváme informaci o možném odchýlení tržní ceny akcie od vnitřní hodnoty. **Aby společnost splnila podmínku v rámci valuačních statistik, musí se výše alespoň jednoho ze zmíněných valuačních násobků nacházet pod úrovní sedmiletého průměru (odpovídá zhruba průměrné délce cyklu) hodnoty ukazatele a/nebo pod úrovní sektorového průměru.**

¹ P/E = poměruje tržní cenu se ziskem společnosti, P/B = poměruje tržní cenu a účetní hodnotu společnosti, EV/EBIT = poměruje tzv. Enterprise value (ve zjednodušené formě tržní kapitalizace + čistý dluh) vůči provoznímu zisku, EV/EBITDA = poměruje Enterprise value vůči provoznímu zisku očištěnému o vliv odpisů a amortizace

Bottom-up analýza

Samotné kvantitativně kvalitativní údaje umožňují zúžit univerzum na společnosti, u nichž spatřujeme indikace! hovořící o na jedné straně kvalitě managementu, či konkurenční výhodě a na straně druhé o stávajícím ocenění. Samy o sobě však k doporučení akcie pro nákup nestačí. Provozní charakteristiky (reprezentované růstem provozního zisku a návratností investovaného kapitálu) mohou při ohlédnutí do historie působit atraktivně, avšak nemusí být nutně udržitelné do budoucna.

Odchýlení valuačních násobků od historického průměru a/nebo sektorového průměru, může být novým „normálem“ odrážejícím zhoršení vyhlídek samotné společnosti. I proto každou společnost podrobujeme dodatečnému zkoumání. **Prvním krokem je ujistit se, že rozumíme podnikání společnosti. Druhým krokem je zhodnotit, na kolik je výjimečná pozice společnosti reprezentovaná kvalitativními charakteristikami udržitelná/dosažitelná i v budoucnu.**

Zvažujeme tak kupříkladu:

- Vývoj tržeb – tržby jsou funkcí prodaného objemu a ceny produktu/služby. Posoudit vliv obou faktorů umožňuje porozumět hlouběji motorům růstu samotné společnosti.
- Zadlužení – finanční pozice do významné míry definuje schopnost společnosti financovat svůj budoucí růst, řídit potřebné investice, či realizovat kroky v oblasti kapitálové politiky.
- Příčiny růstu provozního zisku – stojí za ním zlepšení na úrovni tržeb, či klesající náklady? Je model udržitelný?
- A další...

Třetím krokem je určit, jestli se stávající tržní cena odchyľuje od námi identifikované hodnoty společnosti. Ta je stanovena za pomoci tradičních oceňovacích metod (metoda diskontovaného peněžního toku, metoda relativního srovnání, reziduální model...). S přihlédnutím ke kvalitě informací, které jsme schopni ve vztahu k dané společnosti získat, může být použita i konsenzuální cílová cena analytiků, kteří svůj odhad umísťují do databáze Bloomberg či Reuters. Třetí krok tedy v sobě implicitně spojuje finanční čísla s příběhem, který v dané společnosti spatřujeme, a dává je do relace ke stávajícímu pohledu akciového trhu.

Po celou dobu procesu hodnocení akcií pamatujeme na zásady stanovené v rámci našeho investičního desatera (viz níže).

Přehled doporučení

Nákupní doporučení

Titulem, který si vyslouží nákupní doporučení je posléze pouze ten, u něhož se námi identifikovaná hodnota odchyľuje alespoň o +20 % od tržní úrovně. Latku +20 % nutnou pro přiřazení nákupního doporučení může společnost splnit i kombinací očekávaného kapitálového a dividendového výnosu.

Prodejní doporučení

Všechny tituly, které nesplní podmínky jak v rámci kvalitativních charakteristik, tak valuačních statistik, spadají do skupiny společností, z nichž lze vybírat ty, jimž přiřadíme prodejní doporučení. Klíčovou rolí nicméně opět sehrává bottom-up analýza. Zvažované parametry se nikterak neliší, nicméně k prodeji jsou doporučeny tituly, u nichž předpokládáme zhoršení sledovaných údajů.

Doporučení držet

V případě, že společnost nevykazuje charakteristiky nutné k zařazení mezi nákupní doporučení a naopak v jejím případě nepočítáme ani s výrazným zhoršením, v jehož důsledku bychom titul doporučili k prodeji, doporučujeme akcie držet.

Doporučení pro následujících 12 měsíců

„Koupit“	očekávaný výnos +20 % a více
„Akumulovat“	očekávaný výnos 10 až 20 %
„Držet“	očekávaný výnos 0 až 10 %
„Redukovat“	očekávaný výnos –10 až 0 %
„Prodat“	očekávaný výnos –10 % a méně

Horizont doporučení je plánován na 12 měsíců počínaje dnem zveřejnění investičního doporučení. Doporučení pracuje s funkcí celkového výnosu, tedy s kombinací kapitálového a dividendového výnosu. Doporučení je vystavěno na hodnocení dvou skupin faktorů (kvantitativně kvalitativní charakteristiky a bottom-up analýza). Pokud není uvedeno jinak, očekávaný výnos dané akcie vychází z rozdílu mezi tržní cenou a hodnotou stanovenou za pomoci jednoho z oceňovacích modelů.

Investiční desatero

- 1) Nikdy nekupuj firmu, jejímuž podnikání nerozumíš.
- 2) Každé podnikání je o lidech. Nevěříš-li managementu, neinvestuj do firmy, kterou řídí.
- 3) Buď trpělivý – menší počet dobrých nápadů je lepší, než velký počet nápadů průměrných.
- 4) Pouč se z vlastních chyb a zejména z chyb ostatních.
- 5) Nevímej zisky druhých jako své vlastní ztráty.
- 6) Buď si vědom svých předností, ale zejména svých nedostatků.
- 7) Oprosti se od denního kolísání cen, pokud neodráží změnu v investičním příběhu.
- 8) Každou předpověď dělej, jako by byla tvá první.
- 9) Buď sám k sobě upřímný a uznej chybu, když ji uděláš.
- 10) Ignoruj intuici.

Každý investor během své kariéry udělá řadu chyb. Již nyní s jistotou můžeme říci, že ani my bohužel nebudeme výjimkou. I proto věříme, že by investor měl investovat pouze tolik prostředků, aby jejich případná ztráta neohrozila jeho život mimo finanční svět.

Nedílnou součástí cesty každého investora je i hodnocení vlastního vztahu k riziku. Investovat do produktu, který člověku nedopřeje klidného spaní, rozhodně nikomu nedoporučíme. Platí to i pro akcie, které jsou na seznamu našich nákupních doporučení.

Naše investiční metodologie může v průběhu času doznat změn. Přece jen se náš investiční přístup neustále vyvíjí a v případě, že nalezneme lepší způsob, jak při výběru akcií postupovat, budeme jej aplikovat.